

Debt Management und Geldpolitik

Inaugural-Dissertation

*zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
der Rechts-und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg im Breisgau*

*vorgelegt von
Bernd Hügle
aus Karlsruhe
1966*

Debt Management und Geldpolitik

Inaugural-Dissertation

*zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
der Rechts-und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg im Breisgau*

*vorgelegt von
Bernd Hügler
aus Karlsruhe
1966*

Dekan	Prof.Dr.E. Streißler
Referent	Prof.Dr.A. Oberhauser
Korreferent	Prof.Dr.E. Streißler



Table of Contents and Bibliography

I. Section: Introduction and Preliminary	1
1. The Introduction	1
2. The Preliminary	2
II. Section: Main Body	3
1. The Main Body	3
2. The Main Body	4
3. The Main Body	5
4. The Main Body	6
5. The Main Body	7
6. The Main Body	8
7. The Main Body	9
8. The Main Body	10
9. The Main Body	11
10. The Main Body	12
11. The Main Body	13
12. The Main Body	14
13. The Main Body	15
14. The Main Body	16
15. The Main Body	17
16. The Main Body	18
17. The Main Body	19
18. The Main Body	20
19. The Main Body	21
20. The Main Body	22
21. The Main Body	23
22. The Main Body	24
23. The Main Body	25
24. The Main Body	26
25. The Main Body	27
26. The Main Body	28
27. The Main Body	29
28. The Main Body	30
29. The Main Body	31
30. The Main Body	32
31. The Main Body	33
32. The Main Body	34
33. The Main Body	35
34. The Main Body	36
35. The Main Body	37
36. The Main Body	38
37. The Main Body	39
38. The Main Body	40
39. The Main Body	41
40. The Main Body	42
41. The Main Body	43
42. The Main Body	44
43. The Main Body	45
44. The Main Body	46
45. The Main Body	47
46. The Main Body	48
47. The Main Body	49
48. The Main Body	50
49. The Main Body	51
50. The Main Body	52
51. The Main Body	53
52. The Main Body	54
53. The Main Body	55
54. The Main Body	56
55. The Main Body	57
56. The Main Body	58
57. The Main Body	59
58. The Main Body	60
59. The Main Body	61
60. The Main Body	62
61. The Main Body	63
62. The Main Body	64
63. The Main Body	65
64. The Main Body	66
65. The Main Body	67
66. The Main Body	68
67. The Main Body	69
68. The Main Body	70
69. The Main Body	71
70. The Main Body	72
71. The Main Body	73
72. The Main Body	74
73. The Main Body	75
74. The Main Body	76
75. The Main Body	77
76. The Main Body	78
77. The Main Body	79
78. The Main Body	80
79. The Main Body	81
80. The Main Body	82
81. The Main Body	83
82. The Main Body	84
83. The Main Body	85
84. The Main Body	86
85. The Main Body	87
86. The Main Body	88
87. The Main Body	89
88. The Main Body	90
89. The Main Body	91
90. The Main Body	92
91. The Main Body	93
92. The Main Body	94
93. The Main Body	95
94. The Main Body	96
95. The Main Body	97
96. The Main Body	98
97. The Main Body	99
98. The Main Body	100
99. The Main Body	101
100. The Main Body	102



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41543106_0005

Debt Management und Geldpolitik =====

1. Kapitel	<u>Problemstellung und Gedankengang der Untersuchung</u>	Seite 1
	1. Die Problemstellung	1
	2. Der Gedankengang der Untersuchung	2
I. Teil	<u>Staatsschuld., Debt Management und Refinanzierungsmöglichkeiten</u>	5
2. Kapitel	<u>Die Staatsschuld</u>	5
	1. Der Begriff der Staatsschuld	5
	2. Die Unterscheidung nach Gebietskörperschaften	6
	3. Die Unterscheidung nach Brutto- und Nettoschuld	9
	4. Die äußere und innere Verschuldung	9
	5. Refinanzierung und Fristigkeit der Staatspapiere	10
	6. Die Einlösbarkeit von Schatzwechseln	10
	7. Die Bedeutung des Lombardkredites	13
3. Kapitel	<u>Das Debt Management</u>	16
	1. Der Begriff des Debt Managements	16
	2. Die Ziele des Debt Managements	17
	3. Die Mittel des Debt Managements	19
	3.1. Die Zinsen für Staatspapiere	20
	3.2. Die Laufzeitveränderungen	20
	3.3. Die Marktfähigkeit	24
	3.4. Die Gläubigerauswahl	25
	3.5. Die Kurspflege für Staatspapiere	27
II. Teil	<u>Die Staatsverschuldung im Rahmen der Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft</u>	29
4. Kapitel	<u>Der Begriff der Liquidität</u>	29
	1. Definitionen des Liquiditätsbegriffes	29
	2. Die individuelle Liquidität	30

II

3. Liquidität als Eigenschaft von Vermögens-	Seite	31
objekten		
3.1. Kriterien für den Grad der Liquidität		31
3.2. Primärliquidität und Wertpapiere		33
4. Liquidität und zusätzliches Geld		34
5. Die Definition des Begriffes Sekundärliquidität		35
6. Der Begriff der Gesamtliquidität		35
 5. Kapitel	 <u>Die Faktoren der Gesamtliquidität</u>	 37
1. Die Definition einzelner Größen		37
1.1. Die Determinanten der Gesamtliquidität		38
1.2. Preisniveau und Handelsvolumen		40
1.3. Die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge		40
2. Nachfragetheorie des Geldwertes und das Liquidi- tätskonzept		44
3. Vorläufiges Ergebnis		46
4. Die Termin- und Spareinlagen		49
5. Der Einfluß des nicht-ausgenutzten Kreditvolumens der Banken		52
6. Das Verhältnis von zirkulierender und nicht-zirku- lierender Geldmenge		57
7. Die Untersuchung der Sekundärliquiditätsmenge		61
8. Zusammenfassende Überlegungen über die Deter- minanten der Gesamtliquidität		63
 6. Kapitel	 <u>Der Sekundärliquiditätscharakter von Staatspapieren</u>	 67
1. Sekundärliquiditätscharakter und gesamte Laufzeit		68
2. Sekundärliquiditätscharakter und Restlaufzeit		70
2.1. Die Bedeutung für eine Bank		70
2.2. Die Bedeutung für das Debt Management		71
3. Die attrition rates		74
4. Sekundärliquiditätscharakter und Besitzver- teilung		76
4.1. Die konjunktur-bestimmte Gruppe		77
4.2. Die trend-bestimmte Gruppe		78
4.3. Zusammenfassung		78
5. Die Verhaltensweise der Banken		79

III

III. Teil	<u>Die Wirkungen und Maßnahmen des Debt Managements</u>	Seite
		83
7. Kapitel	<u>Kontraktive Geldpolitik und Debt Management</u>	83
	1. Die Zinsausstattung	84
	1.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge	85
	1.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten	87
	1.3. Die Unterstützung der Geldpolitik	89
	2. Laufzeitveränderungen	90
	2.1. Die durchschnittliche Laufzeit	90
	2.2. Der Verjüngungsprozeß der Staatsschuld	91
	2.3. Die Bedeutung der Tilgungsmethoden	91
	2.4. Das Problem des identischen Ersatzes	93
	2.5. Die Wirkungen der Laufzeitverlängerung auf die Sekundärliquiditätsmenge	94
	2.6. Der Einfluß der Laufzeitverlängerung auf die Umwandlungsmöglichkeiten	99
	2.7. Die Unterstützung der Geldpolitik	99
	3. Die Marktfähigkeit	101
	4. Die Gläubigerauswahl	104
	5. Die Wirkungen der Kurspflege	111
	6. Zusammenfassung	119
8. Kapitel	<u>Expansive Geldpolitik und Debt Management</u>	120
	1. Die Zinsausstattung	120
	2. Die Laufzeitverkürzung	122
	3. Die Umwandlung nicht-marktfähiger in marktfähige Staatspapiere	124
	4. Die Gläubigerauswahl	124
	5. Die Wirkungen der Kurspflege	126
	6. Zusammenfassung	127

9. Kapitel	<u>Die Effizienz des Debt Managements</u>	Seite	129
	1. Die Bedeutung der Höhe der Staatsschuld		129
	2. Die institutionellen Voraussetzungen		133
	3. Die geldpolitische Effizienz des Debt Managements		138
10. Kapitel	<u>Zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse</u>		141
	1. Die Voraussetzungen der Untersuchung		141
	2. Die Möglichkeiten der Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge durch Staatspapiere		142
	3. Die Bedeutung der Staatspapiere für den Geldwert		145
	4. Der zielgerichtete Einsatz des Debt Managements		147
	5. Die Effizienz des Debt Managements		151
	6. Schlußbemerkung		152
	Abkürzungen der Zeitschriften und Lexika		153
	Literaturverzeichnis		154

1. Kapitel Problemstellung und Gedankengang der Untersuchung

Bis in die jüngste Zeit stand die Geldmenge und das Geldmengen-denken im Mittelpunkt der Geldtheorie. Der Radcliffe-Report und die darauf folgende Diskussion haben nun deutlich gemacht, daß neben der Geldmenge im traditionellen Sinne die gesamte Liquidität einer Volkswirtschaft von Bedeutung ist. Die vorliegende Arbeit setzt an dieser Erkenntnis an.

Die Liquiditätslage des privaten Sektors einer Volkswirtschaft hängt namentlich vom Bestand der umlaufenden Zentralbankmittel und darüberhinaus von den Möglichkeiten ab, die Zentralbankgeldmenge zu erhöhen. Dabei ist es nicht relevant, ob einzelne Wirtschaftssubjekte durch Tausch mit anderen mehr Zentralbankmittel erhalten können, sondern inwieweit der gesamte private Bereich die Verfügung über zusätzliche Zentralbankmittel erlangen kann. Diese Möglichkeit der gesamten Volkswirtschaft, sich zusätzliche Zentralbankmittel zu beschaffen, wird vorläufig als Refinanzierungsmöglichkeit bezeichnet¹⁾.

Wie später noch zu zeigen sein wird, gehört zumindest ein Teil der Staatspapiere des privaten Sektors zur Liquidität der Volkswirtschaft. So können z.B. Schatzwechsel bei der Zentralbank eingereicht und damit zusätzliche Zentralbankmittel beschafft werden.

Wenn die Refinanzierungsmöglichkeiten des privaten Bereichs groß sind und die Zentralbank eine kontraktive Geldpolitik betreibt, so werden diese Bemühungen kaum Erfolg haben. Denn die privaten Wirtschaftssubjekte können durch die Realisierung der Refinanzierungsmöglichkeiten, d.h. indem sie sich zusätzliche Zentralbankmittel beschaffen, die erhöhten Anforderungen der Zentralbank erfüllen, ohne daß die Kreditexpansion eingeschränkt werden muß.

¹⁾ Unter dem Begriff Refinanzierung werden in den ersten drei Kapiteln alle Möglichkeiten der gesamtwirtschaftlichen Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge durch die Privaten verstanden. Der Begriff wird also abweichend vom sonst in der Literatur üblichen Begriffsinhalt benutzt.

Auch eine expansive Politik der Zentralbank wird bei den privaten Wirtschaftssubjekten kaum wirksam werden, wenn von ihrem Standpunkt aus die Versorgung mit Zentralbankmitteln schon ausreichend war oder wenn sie schon vor der expansiven Phase der Geldpolitik genügend Möglichkeiten besaßen, sich zusätzliche Zentralbankmittel zu beschaffen, ohne sie zu realisieren.

Bei kontraktivem und expansivem Einsatz der Geldpolitik bleiben somit die geldpolitischen Mittel unwirksam, wenn die gesamte Liquidität der Volkswirtschaft zu hoch ist. Daher gehört es zu den vordringlichsten Aufgaben der Geldpolitik, die gesamte Liquidität einer Volkswirtschaft so zu steuern, daß von dieser Seite die Voraussetzungen für einen effizienten Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums gegeben sind. Die Geldpolitik darf sich deshalb nicht darauf beschränken, die Geldmenge zu kontrollieren, sondern sie muß auch eine Kontrolle über die Refinanzierungsmöglichkeiten auszuüben versuchen, d.h. sie muß die gesamte Liquidität der Volkswirtschaft durch entsprechende Maßnahmen beeinflussen.

Die Aufgabe des Debt Managements, d.h. der Manipulierung der Staatsschuld, muß nun darin gesehen werden, die Geldpolitik bei der Beeinflussung der gesamten Liquidität der Volkswirtschaft zu unterstützen. Mit Hilfe des Debt Managements kann ein Teil der Refinanzierungsmöglichkeiten so gesteuert werden, daß die Voraussetzungen für einen effizienten Einsatz der geldpolitischen Mittel zumindest von Seiten der Staatspapiere gegeben sind. Das Kernproblem der vorliegenden Arbeit besteht darin zu klären, mit welchen Mitteln dieses Ziel erreichbar ist.

2. Der Gedankengang der Untersuchung

Aus diesem Hauptproblem der Arbeit ergibt sich der Gedankengang, der der Untersuchung zugrunde liegt. Für die zentrale Frage der Arbeit spielen drei Begriffe eine wichtige Rolle: die Formen der Staatsschuld, das Debt Management und die Liquidität der Volkswirtschaft. Die drei Begriffe werden daher zunächst im Sinne der Fragestellung der Arbeit abgegrenzt und erläutert.

Der erarbeitete Liquiditätsbegriff muß dann in eine wirklichkeitsrelevante Geldtheorie integriert werden. Dazu wird von den Untersuchungen des Radcliffe-Reports und den Ergebnissen der anschließenden Diskussion ausgegangen. Schmölders hat dieser Form der Geldtheorie den Namen "Liquiditätstheorie" gegeben¹⁾. Die Entwicklung dieser Theorie ist notwendig, weil zwar manche Autoren²⁾ die Liquidität in ihre geldtheoretischen Überlegungen aufnehmen, es aber trotzdem noch keine detaillierten Vorschläge gibt, wie die Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft in die Geldtheorie eingebaut werden kann. Die in der Arbeit entwickelten Aspekte einer Liquiditätstheorie des Geldes gestatten es, die Refinanzierungsmöglichkeiten in ein theoretisches System einzuordnen, von dem die Geldpolitik ausgehen kann. Anschließend muß die Problemstellung verengt werden, da nicht alle Formen der Refinanzierungsmöglichkeiten berücksichtigt werden können. Für die Arbeit sind nur die Refinanzierungsmöglichkeiten durch Staatspapiere relevant. Es ist im Einzelnen zu klären, welche Arten von Staatspapieren die Fähigkeit besitzen, als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können.

Damit sind dann die Voraussetzungen geschaffen, um den Einsatz und die Wirkungsweise des Debt Managements zu analysieren. Bei dieser Untersuchung bleiben alle anderen Refinanzierungsmöglichkeiten unberücksichtigt, um die Wirkungen der Mittel des Debt Managements exakt herausarbeiten zu können. Es wird sowohl der kontraktive als auch der expansive Einsatz der Mittel besprochen.

¹⁾ Vgl. G.Schmölders, The Liquidity Theory of Money, Kyklos 1960

²⁾ G.Schmölders, a.a.O., S. 346 - 360
Derselbe, Geldpolitik, Tübingen, Zürich 1962
Derselbe, Von der Quantitätstheorie zur Liquiditätstheorie des Geldes, Mainz 1960
Radcliffe-Report
H.Weise, Probleme der Geld- und Kreditpolitik im Lichte des Radcliffe-Reports, Tübingen 1964
H.Leutner, Geldstrom- und Liquiditätstheorie, Frankfurt 1962
Money and Credit, The Report of the Commission on Money and Report on Money and Credit.

Dabei wird zwischen der Wirkung jedes einzelnen Instrumentes auf die Menge der Papiere, die die Fähigkeit haben, als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können, und auf die Fähigkeit selbst, mehr oder weniger leicht zur Beschaffung von zusätzlichen Zentralbankmitteln herangezogen werden zu können, unterschieden.

Nachdem gezeigt wurde, wie die einzelnen Mittel wirken, werden noch einige Überlegungen über die Effizienz ihres Einsatzes angestellt. Abschließend werden dann die Ergebnisse der Arbeit, die in den einzelnen Kapiteln gewonnen wurden, im Zusammenhang beschrieben.

Zur speziellen Methode der Untersuchung muß noch hinzugefügt werden, daß die Untersuchung lediglich die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen berücksichtigt.

Außerdem wird, um die Fiscal Policy auszuschalten, von einer Konstanz der Staatsschuld ausgegangen. Dadurch treten die Wirkungen der einzelnen Mittel klarer hervor. Bei einer Neuverschuldung bzw. bei einer Nettotilgung hätten zusätzlich die Entzugs- und Ausgabeeffekte berücksichtigt werden müssen, wodurch die Wirkungen der Mittel des Debt Managements stark überlagert worden wäre.

I. Teil Staatsschuld, Debt Management und Refinanzierungsmöglichkeiten.

In diesem Teil der Arbeit soll die Grundlage für die folgenden beiden Teile geschaffen werden. Dazu ist es vor allem auch notwendig, die Begriffe zu klären. Außerdem müssen die besonderen Aspekte der Staatsschuld und des Debt Managements herausgearbeitet werden, die für die Eigenschaften der Staatspapiere von Wichtigkeit sind, als Refinanzierungsmöglichkeiten dienen zu können. Die Bedeutung dieser Aspekte für den weiteren Gedankengang wird erst in den späteren Kapiteln, in denen auf die Ergebnisse dieses Teiles zurückgegriffen werden muß, völlig verständlich.

2. Kapitel Die Staatsschuld

1. Der Begriff der Staatsschuld

Staatsschulden sind Verpflichtungen des Staates aus früher aufgenommenen Krediten¹⁾. Diese Aussage trifft zwar das Wesen der Staatsschuld, sie ist jedoch zu allgemein für die Aufgabe dieser Arbeit, da nur ein Teil der gesamten Staatsschuld im Sinne einer Liquiditätspolitik manipuliert werden kann. Deshalb müssen aus den gesamten Staatsschulden durch entsprechende Abgrenzungen die Teile eliminiert werden, die für die Untersuchung der Arbeit wichtig sind. Dabei sind drei Kriterien von Bedeutung.

Die Verteilung der Schulden auf die einzelnen Gebietskörperschaften des Staates hat für das Debt Management einige Bedeutung, da die dezentralisierte Verwaltung der Schulden deren zielgerichteten Einsatz stark behindert. Dadurch verbleibt nur ein Teil der Gesamtschuld des Staates, nämlich die Schuld des Zentralstaates, um damit ein sinnvolles Debt Management zu betreiben.

¹⁾ Vgl. zur Definition der Staatsschuld: H.Kolms, Finanzwissenschaft IV, Berlin 1964 S. 8 und 9

Als zweites muß beachtet werden, ob staatliche Stellen Staatspapiere halten. Wenn sich der Staat bei eigenen Institutionen, z.B. bei der Sozialversicherung, verschuldet, so mag das vom Gesichtspunkt der Sicherheit der Versicherten her negativ zu beurteilen sein¹⁾. Man muß jedoch berücksichtigen, daß von diesen Teilen der Staatschuld kaum Auswirkungen auf die Gesamtliquidität²⁾ der Volkswirtschaft ausgehen, da der Staat in der Lage ist, seinen eigenen Institutionen entsprechende Richtlinien zu geben. Daher ist es wichtig zu wissen, wie sich die Staatspapiere auf die Privaten und auf eigene Institutionen des Staates verteilen.

Zum dritten muß die Zusammensetzung der Staatsschuld in Bezug auf Inlands- und Auslandsschuld berücksichtigt werden, da von einer Verschuldung im Inland ganz andere Wirkungen ausgehen als von einer Verschuldung im Ausland. Schon eine bewußte Manipulierung des Verhältnisses zwischen In- und Auslandsschulden kann bei konstanter Höhe der Staatsschuld erhebliche Wirkungen auf die Liquiditätslage der Volkswirtschaft haben.

Die drei Aspekte sollen jetzt anhand einiger statistischer Angaben genauer behandelt werden.

2. Die Unterscheidung nach Gebietskörperschaften

Bei unitarisch aufgebauten Staaten zeichnet der Zentralstaat als Schuldner. Das bedeutet, daß die gesamte Schuld unter einer einheitlichen Verwaltung steht. Daher kann in diesem Fall die gesamte Staatsschuld manipuliert und in den Dienst einer Liquiditätspolitik gestellt werden.

¹⁾ Vgl. M.Palyi, Die Inflation in Amerika, Frankfurt 1962, S. 116/17

²⁾ Auf den Begriff der Gesamtliquidität wird im vierten Kapitel genauer eingegangen.

Besteht der Staat aus mehreren Gebietskörperschaften, so ändert sich das Bild. Die beiden folgenden Tabellen zeigen die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik.

Tab. 1 Nettoschulden des Bundesstaates und der Einzelstaaten und Gemeinden in den USA in Mrd. US \$

Jahr	Bundes- staat (1)	(1) i.v.H. von (3)	Einzelstaaten u. Gemeinden (2)	(2) i.v H. von (3)	Insgesamt (3)
1950	219	91,2	21	8,8	240
1951	219	90,4	23	9,6	242
1952	223	89,5	26	10,5	249
1953	228	88,7	29	11,3	257
1954	230	87,4	33	12,6	263
1955	230	85,9	38	14,1	270
1956	225	83,9	43	16,1	268
1957	224	82,6	47	17,4	271
1958	233	82,0	51	18,0	284
1959	243	81,2	56	18,8	299
1960	241	80,0	60	20,0	301
1961	248	79,2	65	20,8	313
1962	257	78,1	72	21,9	329

Quelle: Economic Report of the President 1963 S. 234

Tab. 2 Staatsschulden des Bundes, der Länder und Gemeinden
in der Bundesrepublik Deutschland

Jahr	Bund (1)	(1) i.v.H. von (4)	Länder ¹⁾ (2)	(2) i.v.H. von (4)	Gemeinden (3)	(3) i.v.H. von (4)	Insgesamt (4)
1950	6 134	32,6	12 116	64,5	528	2,9	18 778
1951	7 225	34,3	12 858	61,1	964	4,6	21 047
1952	8 688	36,0	14 100	58,5	1 322	5,5	24 110
1953	9 292	34,0	16 052	58,7	2 010	7,3	27 354
1954	9 425	34,7	14 973	55,1	2 792	10,2	27 190
1955	10 699	36,0	15 068	50,8	3 897	13,2	29 664
1956	10 347	33,4	15 620	50,4	5 049	16,2	31 016
1957	19 705	44,1	17 358	38,8	7 652	17,1	44 715
1958	21 436	48,7	14 714	33,4	7 870	17,9	44 020
1959	22 250	48,8	14 242	31,3	9 069	19,9	45 561
1960	25 604	49,8	15 268	29,7	10 569	20,5	51 441
1961	30 685	52,4	14 635	25,0	13 229	22,6	58 459
1962	29 781	50,1	14 208	23,9	15 497	26,0	59 486
1963	31 557	50,1	13 787	21,8	17 644	28,0	62 988

¹⁾ Einschließlich Stadtstaaten
Quelle: Statistische Jahrbücher der BRD 1952 - 1964

In den USA entfallen etwa 80 % der gesamten Staatsschulden auf den Zentralstaat, in der Bundesrepublik jedoch nur etwa 50 %. Für die Bundesrepublik bedeutet das, daß das Debt Management nur etwa 50 % der Staatsschuld beeinflussen kann, da die Länder und Gemeinden eigene Schuldenverwaltungen besitzen.

3. Die Unterscheidung nach Brutto- und Nettoschuld

Die Bruttoschuld umfaßt alle Kreditbeträge. Vermindert man die Bruttoschuld um den Schuldbetrag, den staatliche Stellen selbst halten, so erhält man die Nettoschuld. Die Nettoschuld wird von den privaten Wirtschaftssubjekten gehalten. Dieser Schuldbetrag kann durch das Debt Management beeinflusst werden.

Um die Mittel des Debt Managements richtig einsetzen zu können, muß man in etwa die Zusammensetzung der Staatsschuld nach Brutto- und Nettoschuld kennen. Die Unterschiede zwischen Netto- und Bruttoschuld können beträchtlich sein. In den USA wurden z.B. 1959 fast 30 % der Staatspapiere von staatlichen Stellen gehalten¹⁾).

4. Die äußere und innere Verschuldung

Bei gleich hoher Schuld aber verschiedener Verteilung auf das In- und Ausland verändern sich die Wirkungsmöglichkeiten des Debt Managements erheblich. Durch die Wahl der Gläubiger im In- und Ausland kann das Debt Management die inländische Liquiditätslage sehr stark beeinflussen. Darauf wird bei der Behandlung der einzelnen Gläubigergruppen näher eingegangen werden.

Zahlenmäßig hat die Auslandsverschuldung heute für die entwickelten Industrienationen wenig Bedeutung²⁾). Für die Bundesrepublik Deutschland ergeben sich Sonderaspekte, da die Bundesrepublik die Schulden des Deutschen Reiches aus den 20er und 30er Jahren übernahm. 1963 betrug z.B. die Auslandsschuld des Bundes etwa 6 Mrd. DM; Bei 32 Mrd. Bundesschulden also etwa 18 %³⁾).

¹⁾ Bruttoschuld der USA 1959: 290,9 Mrd. \$
Nettoschuld: 210,6 Mrd. \$. Quelle: E.Rolph and G.Break,
Public Finance, New York 1961, S. 251.

²⁾ Vgl. hierzu: Statistisches Jahrbuch der BRD 1964, S. 107*

³⁾ Quelle: Bundesministerium der Finanzen (Hgb.) Finanzbericht
1965, Bonn, S. 352/53.
Im Folgenden zitiert als: Finanzbericht 1965

5. Refinanzierung und Fristigkeit der Staatspapiere

Ob ein Staatspapier zur Beschaffung von zusätzlichem Zentralbankgeld benutzt werden kann, hängt von den Eigenschaften ab, mit denen das Papier ausgestattet wird. Die wichtigste Eigenschaft ist dabei die Möglichkeit zur Einlösung durch den Gläubiger. Dieses Recht auf eine vorzeitige Einlösung entweder durch den Staat selbst oder durch die Zentralbank besitzen weder langfristige Staatspapiere noch die mittelfristigen in Form der verzinslichen Schatzanweisungen.

Auch die unverzinslichen Schatzanweisungen besitzen diese Eigenschaft nicht. Einzig bei den Schatzwechseln besteht eine Einlösemöglichkeit. Diese Einlöseverpflichtung soll am Beispiel der Bundesbank¹⁾ näher behandelt werden. Denn wenn diese Verpflichtung besteht, so können sich die privaten Wirtschaftssubjekte jederzeit über die Einreichung von Schatzwechseln bei der Bundesbank zusätzliche Zentralbankmittel beschaffen, d.h. die Schatzwechsel wären immer Staatspapiere, die als Refinanzierungsmöglichkeit dienen könnten. Daher ist dieser Frage besondere Bedeutung beizumessen.

Die Einlösbarkeit von Schatzwechseln

Das BBG § 19 lautet: "(1) Die Deutsche Bundesbank darf (Sperrdruck vom Verf.) mit Kreditinstituten im Geltungsbereich dieses Gesetzes folgende Geschäfte betreiben:" "2. Schatzwechsel kaufen und verkaufen, die von dem Bund oder einem der in § 20 Abs. 1, Nr. 1 bezeichneten Sondervermögen des Bundes oder einem Land ausgestellt und innerhalb von drei Monaten, vom Tage des Ankaufs an gerechnet, fällig sind;"

¹⁾ Die Bedeutung der Schatzwechsel wird am Beispiel der BRD gezeigt. Die BRD steht jedoch repräsentativ für die meisten westlichen Industrienationen. Auch in den späteren Ausführungen werden bestimmte Tatbestände, z.B. die Kurspflege, am Beispiel der BRD erörtert. Dabei ist aber immer im Auge zu behalten, daß die BRD als Repräsentantin für die meisten entwickelten westlichen Staaten zu gelten hat, falls nicht spezielle Einschränkungen gemacht werden.

Die Bundesbank darf also Schatzwechsel ankaufen. Der Ankauf ist aber auf 3 Mrd. beschränkt, wie sich aus § 20 Abs. 1 Nr. 1, Buchstabe a BBG ergibt. Das ist eine Kann-, aber keine Muß-Vorschrift des Gesetzgebers. De - iure besteht daher keine Ankaufspflicht. De - facto existiert die Ankaufspflicht jedoch trotzdem, wie sich aus folgender Argumentation ergibt: "Da die Vorschriften der Wechselordnung (auf die Schatzwechsel, der Verf.) Anwendung finden und jeder Kontrahent wechselmäßig verpflichtet ist, gilt dies auch für die Bundesbank, wenn die Schatzwechsel über sie laufen. Diese Wechsel sind daher, in der Regel mit einer Diskontzusage der Notenbank ausgestattet ..."¹⁾

Dieser Meinung schließt sich auch P.Hahn an, wenn er ausführt: "Sie (die Schatzwechsel, der Verf.) werden auf den Kreditplafond angerechnet (§ 20), weil sie regelmäßig mit einer Rediskontzusage der Notenbank ausgestattet sind."²⁾

H. Beck vertritt die gleiche Auffassung, fügt jedoch einschränkend hinzu: "Im übrigen liegt es im pflichtgemäßen Ermessen der BB, inwieweit sie sich selbst Höchstbeträge setzen will ..."³⁾

Diese einschränkende Bemerkung kann jedoch nur für solche Schatzwechsel gelten, die nicht über die Bundesbank gelaufen sind. Denn bei den über die Bundesbank ausgegebenen Schatzwechseln besteht nach dem Wechselrecht eine Einlösepflicht. Da es aber kaum vorkommen wird, daß der Staat Schatzwechsel nicht über die Bundesbank ausgibt, besteht die Einschränkung in der Wirklichkeit nicht. Allerdings könnte sich die Bundesbank weigern, Schatzwechsel des Bundes anzunehmen und weiterzuverkaufen, so

¹⁾ J.v.Spindler, W.Becker, O.E.Starke, Die Deutsche Bundesbank, Stuttgart 1957, S. 179.

²⁾ Vgl. hierzu: P.Hahn, Das Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Bonn 1957, S. 25

³⁾ H.Beck, Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Mainz, Düsseldorf 1959, S. 327.

daß der Bund die Schatzwechsel selbst an die Geschäftsbanken weiterverkaufen müßte. Dann hätte die Bundesbank nach dem BBG die Möglichkeit, eine Höchstgrenze oder ein Kontingent für Schatzwechsel einzuführen. Diese Maßnahme würde die Refinanzierungsmöglichkeiten der privaten Wirtschaftssubjekte erheblich einschränken.

Die Anrechnung der Schatzwechsel auf den Kreditplafond des § 20 BBG scheint die Ausgabe von Schatzwechseln zu beschränken. Diese Meinung vertritt auch R. Nöll von der Nahmer: "Sie (die Schatzwechsel, der Verf.) sind im Rahmen der durch § 20 Bundesbankgesetzes festgelegten Höchstgrenzen bei der Deutschen Bundesbank diskontierbar, ..." ¹⁾).

Dabei wird jedoch übersehen, daß im § 42 BBG über die "Mobilisierung der Ausgleichsforderung für Geschäfte am offenen Markt" ²⁾ vorgesehen wird, daß zum Zweck von Offenmarktoperationen durch die Bundesbank Ausgleichsforderungen in Schatzwechsel oder unverzinsliche Schatzanweisungen umgewandelt werden können. "Mobilisierungspapiere werden auf die Kredit Höchstgrenze nach § 20 Abs. 1, Nr. 1, Buchstabe a (3 Mrd. DM Höchstgrenze für den Bund, der Verf.) nicht angerechnet." ³⁾

Daß Mobilisierungspapiere Schatzwechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen sind, geht aus § 42, Abs. 1, BBG, hervor. Die 8,1 Mrd. DM Ausgleichsforderungen ⁴⁾, die umgewandelt werden können, können von der Bundesbank in Schatzwechsel umge-

¹⁾ R. Nöll von der Nahmer, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Bd. I, Köln Opladen 1964, S. 319

²⁾ § 42 BBG, Überschrift

³⁾ § 42 Absatz 3, Satz 2, BBG

⁴⁾ Finanzbericht 1965, S. 344, Posten Nr. 15

wandelt werden. Damit kann von einer Begrenzung des Schatzwechselumlaufes des § 20, Abs. 1, a BBG, nicht mehr gesprochen werden.

Für die Liquidität der Volkswirtschaft hat das erhebliche Bedeutung, da diese Schatzwechsel ebenfalls mit der De - facto Einlösungspflicht der Bundesbank versehen sind. Die Refinanzierungsmöglichkeiten der privaten Wirtschaftssubjekte, im Falle der Schatzwechsel in der BRD nur der Geschäftsbanken, erhöhen sich beträchtlich.

7. Die Bedeutung des Lombardkredites

Der Lombardkredit ist ein kurzfristiger Kredit gegen die Hinterlegung eines Pfandes. Im einzelnen sind folgende Regelungen wichtig.

1. Der Lombardkredit darf auf längstens drei Monate vergeben werden¹⁾.
2. "Das Darlehen kann täglich zurückgezahlt und ohne Kündigungsfrist zurückgefordert werden"²⁾.
3. Der Lombardkredit darf nur gegen Hinterlegung bestimmter in § 19 Abs. 3 BBG genannter Wertpapiere gewährt werden.

Die wichtigste Regelung stellt Nr. 2 dar; sie ermöglicht es der Bundesbank, die Vergabe von Lombardkrediten jederzeit wieder einzuschränken, so daß der Lombardkredit für die Geschäftsbanken keine sichere Refinanzierungsmöglichkeit darstellt wie z.B. der Rediskont von Handelswechseln oder die Einreichung von Schatzwechseln. Deshalb wird der Lombardkredit auch kaum in Anspruch genommen, wie noch gezeigt werden wird. Zunächst sollen aber die Beleihungsgrenzen der einzelnen Staatspapiere genannt werden.

¹⁾ Vgl. § 19, Abs. 3 BBG

²⁾ H.Beck, a.a.O., S. 328.

Dies ergibt sich sinngemäß aus § 19, Abs. 3 BBG

7.1. Die Lombardfähigkeit der einzelnen Staatspapiere

Schuldverschreibungen, also langfristige Staatspapiere, können bis zu 75 % ihres Nennbetrages beleihen werden¹⁾, verzinsliche Schatzanweisung als Sonderform der Schuldverschreibung ebenfalls bis zu 75 %. Der gleiche Satz gilt auch für unverzinsliche Schatzanweisungen, falls sie nur noch ein Jahr Restlaufzeit haben. Vorher sind unverzinsliche Schatzanweisungen nicht lombardfähig²⁾. Schatzwechsel mit einer Restlaufzeit von weniger als drei Monaten dürfen bis zu 90 % ihres Nennbetrages beleihen werden³⁾.

Schatzwechsel sind also lombardier- und diskontierbar. Die ihnen in der Länge der Laufzeit am nächsten stehenden unverzinslichen Schatzanweisungen sind nur lombardierbar.

Die Beleihungsgrenzen sind im Gesetz als Höchstsätze vorgeschrieben. Es sind "Beleihungsgrenzen festgelegt worden, bis zu deren Höhe die BB beleihen darf, aber nicht muß."⁴⁾ Die Bundesbank kann also nach eigenem Ermessen innerhalb der vorgeschriebenen Höchstsätze die Grenzen verschieben. Wenn sie daher der Ansicht ist, daß die Liquidität der Volkswirtschaft eingeschränkt werden muß, so wird sie die Sätze verringern.

7.2. Die Lombardpolitik in der BRD ⁵⁾

Es ist nun eine Frage, ob diese Aussagen über die Bedeutung des Lombardkredites auch in der Realität zutreffen, oder ob nicht die Banken, trotz der Unsicherheit des Lombardkredites wegen der jederzeitigen Kündigungsmöglichkeit durch die Bundesbank diese Kreditform doch stark in Anspruch nehmen. Dagegen sprechen jedoch zwei Gründe.

¹⁾ § 19, Abs. 3 d BBG

²⁾ § 19, Abs. 3 c BBG

³⁾ § 19, Abs. 3 b BBG

⁴⁾ H.Beck, a.a.O., S. 331. Vgl. hierzu auch die im Bundesanzeiger veröffentlichten Lombardverzeichnisse der BB

⁵⁾ Vgl. hierzu: H.Haase, Die Lombardpolitik der Zentralnotenbanken, Berlin 1962

Erstens war die Liquiditätslage in der BRD infolge der hohen Devisenzuflüsse bis Anfang der 60er Jahre so gut, daß die Bundesbank fast während der ganzen Periode restriktive Maßnahmen ergriff.

Zweitens "besteht keine auch nur moralische Verpflichtung der Zentralbank, einer Bank Lombardkredit zu geben." ¹⁾ Deshalb "wird es ... von der Verwaltung der Bundesbank gern gesehen, wenn der Lombardkredit immer nur für wenige Tage ... aufgenommen wird"²⁾, da sonst die restriktive Politik der Bundesbank in Frage gestellt wird. H.Haase führt aus: "Von einer selbständigen Lombardpolitik in der Bundesrepublik kann nicht gesprochen werden."³⁾

Der Lombardkredit hatte demnach in der BRD keine große Bedeutung und dürfte als Möglichkeit für eine dauerhafte Ausdehnung der Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankmitteln kaum in Betracht kommen. Zur Befriedigung kurzfristiger Liquiditätsspitzenbedürfnisse kann er jedoch benutzt werden⁴⁾. In den folgenden Ausführungen wird unterstellt, daß der Lombardkredit so wenig in Anspruch genommen wird, daß er praktisch nicht ins Gewicht fällt und daher als Refinanzierungsmöglichkeit vernachlässigt werden kann. Daher werden im weiteren nur die Eigenschaften der Staatspapiere untersucht, die sie ohne ihre Fähigkeit, lombardierbar zu sein, dazu geeignet machen, als Refinanzierungsmöglichkeit zu dienen.

¹⁾ H.Rittershausen, Die Zentralnotenbank, Frankfurt 1962, S. 50

²⁾ derselbe, a.a.O., S. 50

³⁾ H.Haase, a.a.O, S. 90

⁴⁾ Vgl. H.Rittershausen, a.a.O, S. 50

3. Kapitel Das Debt Management

1. Der Begriff des Debt Managements

Der Begriff des Debt Managements stammt aus dem englischen Sprachraum¹⁾. Es wird von H.Stein folgendermaßen definiert: "It (the debt management, der Verf.) means the decisions about the composition of the debt held outside the Federal Reserve Banks - the maturities, marketability, convertibility, eligibility, selling methods and other terms of the securities that are issued, retired and outstanding."²⁾

Diese Definition muß für die Arbeit in drei Punkten erweitert werden. Erstens werden in der Arbeit auch die bei der Zentralbank befindlichen Staatspapiere als Objekte des Debt Managements angesehen. Das ist wesentlich, weil ein Wechsel der Staatspapiere von der Zentralbank zu den privaten Wirtschaftssubjekten oder umgekehrt beträchtliche Wirkungen auf die gesamte Liquiditätsslage der Volkswirtschaft hat. Zweitens fehlt bei der Definition Steins die Entscheidung über die Zinsstruktur der Staatsschuld. Drittens wird in der Arbeit von einer konstanten Höhe der Staatsschuld ausgegangen.

Damit beinhaltet das Debt Management die Entscheidung über die Zusammensetzung der gesamten konstanten Staatsschuld in Bezug auf Zinsstruktur, Laufzeit, Marktfähigkeit, Diskont- und Lombardfähigkeit und Verkaufsmethoden der neu emittierten, fälligen und laufenden Staatspapiere³⁾.

Es muß jetzt noch kurz erklärt werden, wo die Offenmarktpolitik einzuordnen ist. Die Offenmarktpolitik befaßt sich damit, durch An-

¹⁾ Im Report on Money and Credit wird der Begriff Debt Management Policy benutzt. Der Verf. schließt sich jedoch dem Radcliffe-Report an, der nur den Begriff des Debt Managements verwendet.

²⁾ H.Stein, Monetary Policy and the Public Debt, AER 1952 II, S. 874

³⁾ Vgl. Radcliffe-Report, S. 190. Der Radcliffe-Report definiert das Debt Management mehr von den Aufgaben her. H.Weise, a.a.O., S.140

und Verkauf meist kurzfristiger¹⁾, mitunter auch mittelfristiger²⁾, sehr selten langfristiger Staatsschuldtitel die Liquiditätslage der Geschäftsbanken zu steuern und die kurzfristigen - bei Operationen mit mittel- und langfristigen Staatspapieren auch die mittel- und langfristigen Zinssätze zu beeinflussen. Die Offenmarktpolitik kann sowohl als Instrument der Geldpolitik als auch des Debt Managements angesehen werden. Im folgenden wird der Gläubigerwechsel zwischen Zentralbank und Privaten, der bewußt von der Institution gesteuert wird, die Debt Management betreibt, als Mittel des Debt Managements betrachtet. Demgegenüber bleibt der An- und Verkauf von Staatspapieren durch die Zentralbank zum Zweck der Geldwertstabilisierung als geldpolitisches Instrument außerhalb der Betrachtung.

2. Die Ziele des Debt Managements

Beim Debt Management kann man zwei Gruppen von Zielen unterscheiden, fiskalische und wirtschaftspolitische. Auf die fiskalischen Ziele muß näher eingegangen werden, da sie immer wieder ins Feld geführt werden, wenn die Mittel des Debt Managements angewendet werden sollen. Bei den wirtschaftspolitischen Zielen kann man sich auf das Ziel der Geldwertstabilität beschränken.

2.1. Die fiskalischen Ziele

Jede Staatsschuld bringt Tilgungs- und Zinszahlungen mit sich. Die Tilgungszahlungen können außer Acht gelassen werden, da von einer konstanten Höhe der Staatsschuld ausgegangen wird. Der Zinsendienst kann jedoch eine beträchtliche Höhe erreichen³⁾, so daß das Staatsbudget erheblich belastet wird. Dadurch wird dann die gesamte Ausgabenelastizität stark vermindert.

¹⁾ Vgl. § 42 BBG

²⁾ Vgl. § 21 BBG

³⁾ "During the fiscal year 1960 these payments (interest payments, d.Verf.) amounted to about \$ 9 billion, about a ninth of total federal budget expenditures of \$ 77 billions." Report on Money and Credit, S. 96

Die Zinsbelastung des Budgets soll möglichst gering gehalten werden, um für andere Zwecke Mittel freizusetzen. Bei der Verfolgung dieses Zieles kommt man u.U. in Konflikt mit dem Ziel der Geldwertstabilität, die es z.B. notwendig macht, höhere Zinsen zu bezahlen, um die Refinanzierungsmöglichkeiten einzuschränken ¹⁾. So wäre es z.B. notwendig, Schatzwechsel mit niedrigeren Zinsen durch langfristige Wertpapiere zu ersetzen, die zwar mit höheren Zinsen ausgestattet werden müssen, aber auch keine Refinanzierungsmöglichkeiten bieten.

Ein anderes Ziel des Staates ist es, den Markt für Staatspapiere so zu erhalten, daß Neu- und Ersatzemissionen billig untergebracht werden können ²⁾. Dieses Ziel korrespondiert mit dem ersten fiskalischen Ziel, der Minimierung der Budgetbelastung. Wird das zweite fiskalische Ziel verletzt, so läßt sich der Good-Will des Staates nicht mehr in geringere Zinsen umsetzen. Der Staat muß dann genauso hohe Zinsen zugestehen wie die privaten Emittenten ³⁾.

¹⁾ "we must pay people something, to give up the liquidity features of the near-money." H.C. Simons, a.a.O., S. 356

²⁾ Häufig wird dieses Ziel als "Aufrechterhaltung eines geordneten Marktes" bezeichnet, z.B. von M. Palyi, a.a.O., S. 33 Vgl. auch: B. Stadermann, Offenmarktgeschäfte als Instrument der Liquiditätspolitik, Frankfurt 1961, S. 87

³⁾ Dieses Ziel spielt auch heute noch eine bedeutende Rolle. Das erwies sich während der Rentenbaisse Anfang Mai 1965. Die Bundesbank versuchte in Verbindung mit der Deutschen Verkehrskreditbank, der Hausbank der Deutschen Bundesbahn, die Kurse für 6 % Staatspapiere bei 96 Punkten zu stabilisieren. Am 5. Mai gaben beide Banken ihre Bemühungen auf, da das Angebot zu groß war. Die Zeichnung der Bundesbahnanleihe mit 6 % Zins und einem Kurs von 96, die am 4. Mai begonnen hatte, stockte. Die Konsortialbanken übten heftige Kritik an der Bundesbank, weil diese zwar Kursstützungsaktionen durchführte, gleichzeitig aber ihre restriktive Geldpolitik nicht aufgab. Zwei weitere Anleihen, eine LAG-Anleihe und eine Anleihe des Landes Rheinland-Pfalz, mußten zurückgestellt werden, bis am Rentenmarkt wieder Ruhe eingetreten war. Bis Anfang September 1965 waren die Kurse für 6 % Staatspapiere jedoch weiter auf 89 Punkte gefallen. Das Beispiel zeigt, daß der Erhaltung eines günstigen Marktes für Staatspapiere auch heute noch eine große Bedeutung zukommt.

2.2. Die wirtschaftspolitischen Ziele des Debt Managements

Bei den wirtschaftspolitischen Zielen des Debt Managements steht für diese Untersuchung das Ziel der Stabilisierung des Geldwertes im Vordergrund. Inwieweit das Debt Management dieses Ziel erreichen kann, und wie es dabei die Geldpolitik unterstützen kann, ist Hauptgegenstand der Arbeit. Dabei ergibt sich, daß die Stabilisierung des Geldwertes auf zwei Arten angestrebt werden muß. Wenn der Geldwert zu steigen bzw. zu fallen tendiert, muß die Liquidität der Wirtschaft durch die Beeinflussung der als Refinanzierungsmöglichkeiten in Betracht kommenden Staatspapiere verringert bzw. vergrößert werden. Mit welchen Mitteln diese Beeinflussung der Eigenschaften der Staatspapiere erfolgen kann, wird Gegenstand des nächsten Abschnittes sein. Zuvor muß jedoch erwähnt werden, daß die Beeinflussung der Liquiditätslage einer Volkswirtschaft durch das Debt Management auch zur Verwirklichung anderer wirtschaftspolitischer Ziele, wie Erhaltung der Vollbeschäftigung ¹⁾ und Wirtschaftswachstum ²⁾, beiträgt.

3. Die Mittel des Debt Managements

In diesem Abschnitt sollen die Mittel behandelt werden, die dem Debt Management zur Verfügung stehen, wenn es die Fähigkeit der Staatspapiere, als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können, beeinflussen will. Dabei wird hier noch nicht im einzelnen auf die Wirkungsweise der Instrumente eingegangen. Wenn im folgenden

¹⁾ Vgl. hierzu: K.H. Hansmeyer, Der öffentliche Kredit, Frankfurt 1965, S. 79-87, § 9 Die Beeinflussung der Konjunktur. Hansmeyer unterscheidet allerdings nicht klar zwischen Neuverschuldung und Manipulierung einer bestehenden Schuld. Vgl. auch die Ausführungen des Report on Money and Credit zum "countercyclical debt management", S. 103; vgl. auch die Ausführungen S.105: "The Commission concludes that ... management of the marketable debt can and should make some contribution to stabilizing the level of economic activity."

²⁾ Vgl. hierzu: B.W. Sprinkel, Growth Rates and Fiscal-Monetary Policy, J P E 1963. Sprinkel behandelt die Neuverschuldung sehr ausführlich.

von der Ausstattung einer neuen Anleihe gesprochen wird, so bedeutet das keine Neuverschuldung sondern Ersatz einer auslaufenden Anleihe durch eine neue Anleihe. Die Bedingung der Konstanz der Höhe der Staatsschuld wird daher nicht verletzt.

3.1. Die Zinsen für Staatspapiere

Ein wichtiger Teil der Ausstattung der Staatspapiere ist der Zins. Anleihen können mit verschiedenen hohen Zinsen versehen werden. Die Höhe des Zinses entscheidet über die Anziehungskraft einer Anleihe. Die Laufzeit spielt für die Höhe des Zinses ebenfalls eine große Rolle. Eine kurzfristige Anleihe wird in der Regel mit einem niedrigeren Zinssatz ausgestattet werden können, als eine langfristige¹⁾. Wichtig ist, daß der primäre Anreiz zur Zeichnung einer Anleihe ausreicht, um die gesamte Anleihe unterzubringen. Dieser aus dem ersten fiskalischen Ziel abgeleitete Aspekt wird verletzt, wenn der Zins zu niedrig angesetzt wird, sodaß ein Teil der Anleihe nicht abgesetzt werden kann. Dieser Aspekt wird aber genauso mißachtet, wenn der Zins zu hoch ist, sodaß eine Überzeichnung erfolgt.

3.2. Die Laufzeitveränderungen²⁾

Ein weiterer Teil der Ausstattung der Staatspapiere ist die Laufzeit. Bei der Erörterung der verschiedenen Arten der Staatspapiere im vorherigen Kapitel zeigte es sich, daß die Entscheidung über die Länge der Laufzeit eine Reihe weiterer Entscheidungen über Diskont- und Lombardfähigkeit nach sich zieht. Durch Laufzeitveränderungen können also die Eigenschaften der Staatspapiere geändert werden, die über ihre Fähigkeit entscheiden, als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können.

¹⁾ Hierbei spielen aber die Zinserwartungen eine wichtige Rolle. Wenn ein stärkeres Fallen des lang- als des kurzfristigen Zinses erwartet wird, so kann der kurzfristige Zinssatz über das Niveau des langfristigen steigen. Vgl. über die Zinsstruktur: R. Musgrave, Theorie der öffentlichen Schuld, H d F W, Bd. 3, S. 119-125; oder: D. Orr, W.G. Mellon, Stochastic Reserve Losses and Expansion of Bank Credit, A E R 1961, S. 616 f.

²⁾ Vgl. Report on Money and Credit, S. 102

Die Struktur der Laufzeiten der gesamten Staatsschuld beeinflusst die Zinsbelastung des Budgets sehr stark. Die folgende Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Fälligkeitsstruktur eines Teiles der amerikanischen Staatsschuld. Die Entwicklungstendenzen dieses Teiles der Staatsschuld kann man wohl auch auf den Rest der Staatsschuld übertragen. Das überaus starke Anwachsen der Papiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr von 27 % im Jahre 1950 auf 45 % im Jahre 1962 fällt sofort ins Auge. Bedeutsam ist auch die Entwicklung bei den langfristigen Staatspapieren mit einer Laufzeit zwischen 10 und 20 Jahren und über 20 Jahren. Hier fiel der Anteil der ersten Gruppe von 18 % im Jahre 1950 auf 5 % im Jahre 1962. Bei der zweiten Gruppe ist ein Minimum 1953/54 festzustellen, dem in den folgenden Jahren wieder ein Aufschwung bis zu 7,8 % der gesamten Schuld folgt.

Es ist wichtig festzuhalten, daß 1962 fast die Hälfte der Papiere eine Laufzeit von weniger als einem Jahr hatten. Die Bedeutung dieser Tatsache wird im sechsten Kapitel näher behandelt, wenn auf die Beziehung zwischen Refinanzierungsmöglichkeiten durch Staatspapiere und deren Restlaufzeit eingegangen wird.

Von größerer Bedeutung als die Laufzeit einer einzelnen Anleihe ist die durchschnittliche Laufzeit der gesamten Staatsschuld. Tabelle 4 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen Laufzeit der Staatsschuld für die Vereinigten Staaten. Die durchschnittliche Laufzeit in Verbindung mit der Höhe der gesamten Staatsschuld gibt unter der Annahme einer in etwa gleichmäßigen Verteilung der Fälligkeit der Staatspapiere Aufschluß darüber, wieviel der gesamten Staatsschuld innerhalb eines Jahres ersetzt werden muß, um die Schuld auf gleicher Höhe zu halten ¹⁾.

¹⁾ Das soll kurz an einem Zahlenbeispiel erläutert werden. Beträgt die Schuld z.B. 100 Mrd. DM und die durchschnittliche Laufzeit 4 Jahre, so werden im Jahr 25 Mrd. DM fällig, die durch Neuemissionen ersetzt werden müssen, wenn keine Nettotilgung erfolgt.

Tabelle 3: Die Fristigkeit der marktfähigen, verzinslichen Bruttoschuld des Bundesstaates in den USA

Jahr	Ins- gesamt (1)	Inner- halb ei- nes Jahres (2)	(2) in v.H. von (1)	Zwischen 1 u. 5 Jahren (3)	(3) in v.H. von (1)	Zwischen 5 u. 10 Jahren (4)	(4) in v.H. von (1)	Zwi- schen 10 u. 20 Jah- ren (5)	(5) in v.H. von (1)	über 20 Jah- re (6)	(6) in v.H. von (1)
1950	155,31	42,34	27,3	51,29	33,0	7,79	5,0	28,04	18,1	25,85	16,6
1951	137,92 ¹⁾	43,91	31,8	46,53	33,7	8,71	6,3	29,98	21,7	8,80	6,3
1952	140,41	46,37	33,0	47,81	34,0	13,93	9,9	25,70	18,3	6,59	4,7
1953	147,34	65,27	44,2	36,16	24,5	15,65	10,6	28,66	19,4	1,59	1,1
1954	150,35	62,73	41,7	29,87	19,8	27,52	18,3	28,63	19,0	1,61	1,1
1955	155,21	49,70	32,0	39,11	25,2	34,25	22,1	28,61	18,4	3,53	2,3
1956	154,95	58,71	37,9	34,40	22,2	28,91	18,7	28,58	18,4	4,35	2,8
1957	155,71	71,95	46,2	40,67	26,1	12,33	7,9	26,41	17,0	4,35	2,8
1958	166,68	67,78	40,7	42,56	25,5	21,48	12,9	27,65	16,6	7,21	4,3
1959	178,03	72,96	41,0	58,30	32,8	17,05	9,6	21,63	12,1	8,10	4,5
1960	183,85	70,47	38,3	72,84	39,6	20,25	11,0	12,63	6,9	7,66	4,2
1961	187,15	81,12	43,3	58,40	31,2	26,44	14,1	10,23	5,5	10,96	5,9
1962	196,07	88,44	45,1	57,04	29,1	26,05	13,3	9,32	4,8	15,22	7,8

Quelle: Statistical Abstract of the United States 1963 Tabelle 531 S. 404

¹⁾ Die Zahlen von 1951 - 1954 einschließlich sind entnommen: The Economic Report of the President 1963

Tab. 4 Die durchschnittliche Laufzeit der marktgängigen, verzinslichen Bruttoschuld des Bundesstaates in den USA

J a h r	Durchschnittliche Laufzeit			
1950	8	Jahre	2	Monate
1951	6	Jahre	7	Monate ¹⁾
1952	5	Jahre	8	Monate
1953	5	Jahre	4	Monate
1954	5	Jahre	6	Monate
1955	5	Jahre	10	Monate
1956	5	Jahre	4	Monate
1957	4	Jahre	9	Monate
1958	5	Jahre	3	Monate
1959	4	Jahre	7	Monate
1960	4	Jahre	4	Monate
1961	4	Jahre	6	Monate
1962	4	Jahre	11	Monate

Quelle: Statistical Abstract of the United States 1963,
Tabelle 531, S. 404

¹⁾ Die Zahlen von 1951 - 1954 einschließlich sind entnommen:
The Economic Report of the President 1963

Es hängt von der Zielsetzung ab, ob eine Verlängerung oder Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit positiv oder negativ zu beurteilen ist. Die Verlängerung bzw. Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit wird dadurch erreicht, daß die Ersatzemissionen mit einer längeren bzw. kürzeren Laufzeit als der durchschnittlichen ausgestattet werden. Der starke Rückgang der Papiere mit einer Laufzeit von mehr als 20 Jahren von 16,6 % im Jahre 1950 auf 6,3 % im Jahre 1951 in Tab. 3, mit dem eine Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeit der gesamten Staatsschuld von fast 2 Jahren parallel geht, zeigt deutlich, welch

starke Wirkungen von einer Verringerung der langfristigen Papiere auf die durchschnittliche Laufzeit ausgehen.

3.3. Die Marktfähigkeit

Die Marktfähigkeit bzw. Nicht-Marktfähigkeit sind Eigenschaften der Staatspapiere, die sich auf das Vorhandensein oder Nicht-Vorhandensein von Formalitäten beim Verkauf der Staatspapiere beziehen. Unter diesem Aspekt können folgende Formen von Staatspapieren unterschieden werden:

1. Briefschulden
 - 1.1. Inhaberpapiere
 - 1.2. Namenspapiere
2. Buchschulden

Der Begriff Briefschuld besagt nur, daß die Forderung des Gläubigers an einem ihm ausgehändigten Papier, dem Brief ¹⁾, hängt. Bei einer Buchschuld im reinen Sinne ²⁾ wird die Forderung in ein Schuldbuch ³⁾ eingetragen, ohne daß der Gläubiger ein Papier erhält, das seine Forderung bestätigt.

Bei den Briefschulden unterscheidet man Namenspapiere und Inhaberpapiere. Namenspapiere sind z.B. die amerikanischen Saving Bonds, die nicht übertragbar sind, die aber vorzeitig an bestimmte staatliche Agenturen verkauft werden können ⁴⁾. Namenspapiere werden auf den Namen des Gläubigers ausgestellt und sind daher - wegen der Änderung der Urkunde - schwieriger zu verkaufen als Inhaberpapiere, bei denen der Forderungsanspruch mit der Eigentumsübertragung des Papiers übergeht. Inhaberpapiere werden daher als marktfähige Papiere bezeichnet, während Namenspapiere als nicht-marktfähige Papiere bezeichnet werden.

¹⁾ Vgl. im deutschen Sachenrecht: Brief-Hypothek

²⁾ Vgl. W. Dieben und K. Ebert, Die Technik des öffentlichen Kredits, H d F W Bd. 3, S. 41

³⁾ Vgl. K. Ebert, Staatsschuldbuch, H d S W, Bd. 9

⁴⁾ Vgl. W. Dieben und K. Ebert, a.a.O., S. 40

Bei der Übertragung einer Briefschuld geht mit der Übergabe des Papiere auch die Forderung über. Bei der Buchschuldübertragung muß das Schuldbuch geändert werden. Aus diesen Formalitäten ergibt sich, daß Staatsschulden in Form von Briefschulden leichter zu verkaufen sind als in der Form von Buchschulden. Buchschulden werden daher als nicht- marktfähige Schulden bezeichnet ¹⁾.

In Bezug auf die Fähigkeit als Refinanzierungsmöglichkeiten zu dienen, bedeutet das, daß die nicht- marktfähigen Staatspapiere diese Fähigkeit kaum besitzen. Durch eine verstärkte Ausgabe nicht- marktfähiger Staatspapiere kann daher das Debt Management die Refinanzierungsmöglichkeiten der gesamten Volkswirtschaft einschränken, oder beim Ersatz von auslaufenden nicht- markt- fähigen durch marktfähige Staatspapiere erhöhen.

3.4. Die Gläubigerauswahl

Die beiden letzten Mittel des Debt Managements hängen nicht mehr mit bestimmten Eigenschaften der Staatspapiere zusammen, sondern basieren auf den freien Entschlüssen der Institutionen, die das Debt Management betreiben. Die Gläubigerauswahl besteht darin, daß man bestimmte wirtschaftliche Gruppen auswählt, denen man die Papiere verkauft ²⁾. Für diese Arbeit ist die Unterscheidung in vier Gläubigergruppen relevant.

Die Zentralbank nimmt eine Sonderstellung ein, da sie eine staatliche Institution ist und selbst Zentralbankmittel schafft oder vernichtet. Gleichzeitig bestimmt sie auch mit über die Refinanzierungsmöglichkeiten der Wirtschaft. Sie ist hierbei aktiv, während die drei anderen Gruppen passiv sind.

¹⁾ 1963 betrugen die Buchschuldforderungen in der BRD 2,1 Mrd.DM. Gläubiger waren hauptsächlich Bundesanstalten. Vgl. auch: Finanzbericht 1965, S. 343, 10. Schuldbuchforderungen.

²⁾ Vgl. hierzu: R. Musgrave, a.a.O., S.118." Dieses Vorgehen (die Einführung restringierter Schuldtitel, der Verf.) hat die Unverkäuflichkeit der Papiere zwischen den bevorzugten Gruppen und den anderen Marktteilnehmern zur Voraussetzung; die Marktfähigkeit innerhalb der bevorzugten Gruppe kann jedoch zugelassen werden."

Im zweiten Kapitel wurde schon auf die Bedeutung des Verhältnisses zwischen in- und ausländischer Verschuldung hingewiesen. Verschuldung bzw. Tilgung im Ausland beeinflusst die Liquiditätslage unter der ceteris-paribus-Annahme nicht über eine Erhöhung oder Verminderung der Refinanzierungsmöglichkeiten sondern über eine Erhöhung oder Verminderung der Zentralbankmittel.

Die inländische private Wirtschaft einschließlich der Geschäftsbanken wird in zwei Gruppen eingeteilt. Die Untergliederung, auf die im 6. Kapitel noch näher eingegangen wird, stammt von M. Levy ¹⁾. Die erste, die trend-bestimmte Gruppe sammelt Vermögen in Form von Staatspapieren an. Staatspapiere sind für diese Gruppe eine Art der Vermögensanlage. Die Staatspapiere werden von der trend-bestimmten Gruppe kaum zur Refinanzierung herangezogen.

Die zweite, die konjunktur-bestimmte Gruppe sieht in den Staatspapieren Spekulationsobjekte und kauft und verkauft Staatspapiere daher je nach der konjunkturellen Situation. Die konjunktur-bestimmte Gruppe benutzt deshalb Staatspapiere als Refinanzierungsmöglichkeit.

Durch einen bewußten Wechsel zwischen diesen vier Gruppen wird zwar nicht die Fähigkeit der Staatspapiere, als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können, eingeschränkt, aber die Verhaltensweisen der einzelnen Gruppen werden in den Dienst des Debt Managements gestellt. Die verschiedenen Verhaltensweisen bewirken dann eine Erhöhung oder Verminderung der Inanspruchnahme der Staatspapiere als Refinanzierungsmöglichkeit.

¹⁾ M. Levy, Cycles in Government Securities,
I. Federal Debt and Its Ownership, New York 1962,
II. Determinants of Changes in Ownership, New York 1965

3.5. Die Kurspflege für Staatspapiere

Die Kurspflege hängt eng mit dem zweiten fiskalischen Ziel zusammen, der Erhaltung eines günstigen Marktes für Staatspapiere. Die Wirtschaftssubjekte halten Staatspapiere für sicherer als die Papiere privater Gesellschaften. Sie glauben, bei Staatspapieren seien keine hohen Kursschwankungen zu erwarten. Diese Ansicht honorieren die Käufer von Staatspapieren, indem sie sich mit geringeren Zinsen zufrieden geben oder bei gleich hohen Zinsen andere Auflagen hinnehmen, die sonst einen höheren Zinssatz notwendig gemacht hätten. In Wirklichkeit wären aber die Staatspapiere genau denselben Kurs-, Wert- und Verzinsungsschwankungen ausgesetzt wie die privaten Papiere, wenn der Staat die Kurse seiner Papiere nicht durch An- und Verkäufe stützen und stabilisieren würde. Dabei kann der Staat nicht langfristig gegen die Tendenzen des Marktes arbeiten, wie das Beispiel im zweiten Abschnitt dieses Kapitels zeigt. Durch kurzfristige und dauernde Beeinflussung der Kurse wird der Eindruck erweckt, daß die Staatspapiere Kursschwankungen weniger stark unterworfen seien als private Papiere. Diese Manipulation der Kurse von Staatspapieren zum Zweck der Kursstabilisierung wird als Kurspflege bezeichnet.

Die Bedeutung der Kurspflege für die Refinanzierungsmöglichkeit durch Staatspapiere ergibt sich aus folgender Überlegung. Durch eine kontraktive Politik der Zentralbank verschlechtere sich die Liquiditätslage der Volkswirtschaft. Die privaten Wirtschaftssubjekte werden dann Staatspapiere verkaufen, um mehr Zentralbankmittel zu erhalten. Das ist für den gesamten privaten Bereich aber nur möglich, wenn die Zentralbank Staatspapiere kauft. Geschieht dies nicht, so werden die Kurse der Staatspapiere zu sinken tendieren. Kauft nun die Zentralbank Staatspapiere mit Hilfe zusätzlich geschaffener Zentralbankmittel an, um die Kurssenkung zu verhindern, so können sich die Privaten durch den Verkauf von Staatspapieren auch in ihrer Gesamtheit mehr Zentralbankmittel beschaffen. Verzichtet hingegen der Staat auf die Kursstabilisierung, so besteht diese Art der Refinanzierungsmöglichkeit über Staatspapiere nicht. Deshalb wird der Verzicht auf Kurspflege als Mittel des Debt Managements betrachtet.

Bei diesen Überlegungen wurde vorausgesetzt, daß die Kurspflege von der Zentralbank mit zusätzlichen Zentralbankmitteln vorgenommen wird. Diese Voraussetzung wird aufrecht erhalten bis zur Untersuchung der Kurspflege bei kontraktivem Einsatz des Debt Managements im 7. Kapitel. Dort wird dann diese Annahme näher untersucht.

II. Teil Die Staatsverschuldung im Rahmen der Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft

In diesem Teil der Arbeit soll nun auf die Bedeutung der Refinanzierungsmöglichkeiten im Rahmen der Geldtheorie eingegangen werden. Dazu wird zunächst der Begriff der Refinanzierungsmöglichkeiten genau abgegrenzt. Anschließend erfolgt ein Einbau der Refinanzierungsmöglichkeiten in das Konzept der Gesamtliquidität. Das so entwickelte System erlaubt es dann auch, die Bedeutung der Staatspapiere für die Geldtheorie näher zu erläutern.

4. Kapitel Der Begriff der Liquidität ¹⁾

Bisher wurde der neutrale Ausdruck "als Refinanzierungsmöglichkeit dienen zu können" zur Umschreibung der Eigenschaft von Staatspapieren benutzt, die es den Wirtschaftssubjekten gestattet, sich durch Staatspapiere zusätzliche Zentralbankmittel zu beschaffen. Diese Fähigkeit läßt sich auch dadurch beschreiben, daß man sagt, Staatspapiere seien liquide. Der Begriff der Liquidität soll jetzt näher erörtert werden.

1. Definitionen des Liquiditätsbegriffes

Der Liquiditätsbegriff wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet. O. Veit unterscheidet drei Bedeutungen:

"Liquidität ist daher:

- a) die Eignung solcher Güter (Tauschgüter, d.Verf.) jederzeit und reibungslos Tauschakte zu vollziehen (Liquidität als Eigenschaftsbegriff);
- b) der Besitz solcher Güter (Liquidität als Mengenbegriff);
- c) der flüssige Umlauf solcher Güter (Liquidität als Bewegungsbegriff)" ²⁾.

W. Stützel definiert die verschiedenen Bedeutungen des Liquiditätsbegriffes sehr viel weiter.

"Der Ausdruck Liquidität wird in verschiedener Weise verwendet:

- (1) zur Bezeichnung einer Eigenschaft von 'Vermögensobjekten' (Sachgüter und Forderungen) und zwar

¹⁾ Vgl. hierzu: O. Veit, Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt 1948

²⁾ O. Veit, a.a.O., S. 12

- (1.1) der Eigenschaft mehr oder weniger leicht als Zahlungsmittel verwendet oder durch Verkauf oder Abtretung in ein Zahlungsmittel umgewandelt werden zu können, ... " ¹⁾
- "(2) zur Bezeichnung einer Eigenschaft von 'Wirtschaftssubjekten' (Unternehmungen und Haushalte) ..." ¹⁾

Im Weiteren wird der Einteilung von Stützel gefolgt. Dabei wird die Bedeutung unter (2) bei Stützel als individuelle Liquidität bezeichnet.

2. Die individuelle Liquidität

Ein Wirtschaftssubjekt wünscht einen bestimmten Teil seines Vermögens in Banknoten, Münzen oder Sichtguthaben, kurz Bargeld zu halten, um Transaktionen und Spekulationen vornehmen zu können.²⁾ Dabei werden die Nutzen verglichen, die entstehen, wenn das Wirtschaftssubjekt einen Teil seines Vermögens in bar hält, oder wenn es diesen Teil zinsbringend anlegt und seine Liquidität aufgibt. Wie groß der Teil seines Vermögens ist, den es in bar hält, hängt von den Nutzenvorstellungen ab.

Man kann eine Person oder ein Unternehmen als liquide bezeichnen, wenn es genügend Bargeld besitzt, um seine kurzfristigen Verbindlichkeiten zu erfüllen. Andererseits ist das Bargeld allein noch kein Maßstab für die Liquidität einer Person oder eines Unternehmens. Es kommen noch alle Papiere und Forderungen hinzu, die sich kurzfristig in Bargeld umtauschen lassen. Stützel bezeichnet diesen Begriffsinhalt als aktuelle Liquidität, unter der man nach Stützel verstehen kann:

- "(1) Summe der Zahlungsmittelbestände am Stichtag,
(2) Summe der Zahlungsmittelbestände zuzüglich hochliquider Aktiva (Wechsel, marktgängige Vorräte) am Stichtag ... " ³⁾

¹⁾ W. Stützel, Liquidität, in: H d S W Bd. 6, S. 622

²⁾ Vgl. J.M. Keynes, Allgemeine Theorie, Berlin 1955, S. 162 in Verbindung mit derselbe, Vom Gelde, Berlin 1955, S. 27

³⁾ W. Stützel, a.a.O., S. 626

Der umfassendere zweite Begriffsinhalt scheint praktikabler zu sein. Schließt man sich aber der Meinung von Stützel an, so erhebt sich sofort die Frage, was eigentlich hochliquide Aktiva sind. Die Frage bezieht sich auf die Eigenschaft von Vermögensobjekten liquide zu sein.

3. Liquidität als Eigenschaft von Vermögensobjekten

Unterstellt man, daß jeder Vermögensgegenstand einen Käufer findet, so läßt sich jeder Vermögensteil durch Verkauf in Bargeld umwandeln. Deshalb ist langfristig fast jeder Vermögensgegenstand liquide ¹⁾. Die einzelnen Vermögensobjekte unterscheiden sich aber in ihrem Liquiditätsgrad, d.h. sie sind mehr oder weniger liquide. Kriterien für dieses "mehr oder weniger" zu finden, ist äußerst schwierig.

3.1. Kriterien für den Grad der Liquidität

Stützel ²⁾ versucht in einem dreidimensionalen Koordinatensystem an Hand von zwei Kriterien, Umwandlungsfrist und -betrag, eine Liquiditätsskala abzuleiten. Da Stützel jedoch auf die Liquidität eines ganzen Vermögens abstellt, eignen sich die Aussagen für diese Arbeit nicht. Stützel hat jedoch in einem Aufsatz zwei ähnliche Kriterien entwickelt ³⁾, auf die kurz eingegangen werden soll, da sie praktisch hinter allen Überlegungen stehen, die über eine Liquiditätsskala angestellt werden ⁴⁾.

¹⁾ Vgl. die Ausführungen Stützels zur "potentiellen Liquidität", W. Stützel, a.a.O., S. 627

²⁾ W. Stützel, a.a.O., S. 623

³⁾ W. Stützel, Moderne Kreditpolitik, Konjunkturpolitik 1959

⁴⁾ Vgl. zum Problem der Liquiditätsskalen: A. Paulsen, Neue Wirtschaftslehre, Berlin Frankfurt 1958, S. 219: "Objektive Liquiditätsskalen kann es nicht geben, doch lassen sich die Formen der Vermögensverwendung in eine 'ungefähre' (Hervorhebung v. Verf.) Rangordnung ihrer "Geldnähe" bringen."

Das erste Kriterium ist die leichte Verkaufsmöglichkeit eines Vermögensobjektes. Regelmäßige Märkte z.B. Börsen sind hierfür Voraussetzung. Deshalb werden z.B. Wertpapiere für liquider gehalten, als Grundstücke oder gebrauchte Maschinen. Der Wunsch Vermögensgegenstände in Bargeld umzuwandeln, tritt meist plötzlich auf. Die Verluste bei einem schnellen Verkauf sollen gering sein. Dies kann z.B. die Differenz zwischen internem Buchwert und erlöstem Marktpreis betreffen. Diese Ansicht vertritt auch M. Palyi, wenn er schreibt: "Nochmals: alles ist Geld, was als solches verwendbar oder leicht zum Nennwert in Geld umwandelbar ist." ¹⁾

Diese beide Kriterien führen nicht unbedingt zu einer sinnvollen Anordnung der Vermögensgegenstände nach ihrem Liquiditätsgrad. Hat z.B. ein Aktionär Aktien zum Kurs von 150 gekauft, ein anderer zum Kurs von 250 und ist der Tageskurs 200, so sind die gleichen Aktien für den ersten sehr liquide für den zweiten aber sehr illiquide. In Wahrheit hat sich an der Eigenschaft der Aktien liquide zu sein, nichts geändert. Verändert hat sich die Menge Bargeld, die man bei der Umwandlung der Papiere in Bargeld erhält.

Wegen dieser Schwierigkeiten scheint es am günstigsten zu sein, wie O. Veit einen Katalog der Liquiditätsgrade aufzustellen. Dabei werden einige Ordnungsfragen immer strittig bleiben, worauf auch Veit hinweist. Außerdem ergeben sich nach Veit auch noch Verschiebungen innerhalb der Liquiditätsskala je nach der Wirtschaftslage, den wirtschaftlichen Institutionen und Gewohnheiten und dem Wohlstandsniveau ²⁾.

Daher wird es definatorisch am saubersten sein, Gruppen von Liquiditätsstufen zu bilden und genau aufzuzählen, welche Vermögensobjekte in welche Gruppe gehören. Dabei muß jedoch immer

¹⁾ M. Palyi, a.a.O., S. 156

²⁾ O. Veit, a.a.O., S. 24

im Auge behalten werden, daß die Stufen an den Grenzen zweier Gruppen verschwimmen, sodaß jeweils die Zweckmäßigkeit der Definition für eine bestimmte Untersuchung entscheidend ist ¹⁾).

3.2. Primärliquidität und Wertpapiere

In einer Liquiditätsskala ²⁾ stehen an erster Stelle Münzen, Banknoten und Sichtguthaben, kurz die übliche Geldmenge oder Primärliquiditätsmenge. Die Primärliquiditätsmenge ist in sich wieder nach Liquiditätsgraden unterschieden, da Banknoten und Münzen einen höheren Liquiditätsgrad besitzen als Sichtguthaben. "Liquidität allerhöchsten Grades trägt nur das Bargeld." ³⁾ In einer zweiten Gruppe sollten die Wertpapiere zusammengefasst werden, die leicht übertragbar und verkäuflich sind. Innerhalb dieser ziemlich heterogenen Gruppe ergeben sich erhebliche Liquiditätsgradunterschiede. Die Grenzen zur nächsten Gruppe verschwimmen. Deshalb soll diese Gruppe noch weiter unterteilt werden.

¹⁾ O. Veit, a.a.O., S. 25 stellt z.B. folgende Skala der Liquidität auf:

"Geld

gemünztes Gold

Scheidegeld und kleingestückelte Noten

großgestückelte Noten

Guthaben bei der Zentralbank

Sichtguthaben bei Geschäftsbanken

Geldmarktpapiere

Wechsel und Schatzscheine - bei der Zentralbank diskontierbar

Wechsel - bei anderen Banken diskontierbar

Bankguthaben auf Termin und Spareinlagen

Wertpapiere - bei der Zentralbank beleihbar

Wertpapiere - im amtlichen Verkehr der Börse gehandelt

Edelmetalle in Barren und Edelsteine

Wertpapiere - im Freiverkehr der Börse gehandelt

Börsenmäßig gehandelte Waren in Händen der Verkäufer

Wertpapiere - im freien Markt gehandelt

Verkaufsreife Waren in Händen der Verkäufer je nach Marktgängigkeit

Hypothesen und Grundschulden je nach Rang

Grundstücke - unbebautes Bauland

Grundstücke - bebaut oder bewirtschaftet

Forderungen aus Bankkrediten je nach Fälligkeit

Nichtverkaufsreife Waren im Produktionsprozeß

²⁾ Vgl. bei Veit die Posten unter Geld

³⁾ O. Veit, Liquidität, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Bd. II, S. 1130

4. Liquidität und zusätzliches Geld

Verläßt man den einzelwirtschaftlichen Aspekt der Liquidität, der darin besteht, daß sich der Einzelne Zentralbankmittel mit Hilfe von Wertpapieren beschaffen kann, und fragt, ob die Gesamtwirtschaft durch den Verkauf von Wertpapieren zusätzliche Zentralbankmittel erhalten kann, so ergibt sich ein Kriterium, das es gestattet, diese zweite Gruppe näher zu unterteilen. Das Kriterium deckt sich mit dem in den ersten Kapiteln benutzten Begriff der gesamtwirtschaftlichen Refinanzierungsmöglichkeiten. Es wird gefragt, ob durch die vermehrte oder verminderte Ausgabe bestimmter Arten von Wertpapieren die Fähigkeit der gesamten Volkswirtschaft, zusätzliches Geld zu schaffen, erhöht, vermindert, oder konstant belassen wird.

Werden Aktien oder auch Obligationen emittiert, so erhöht sich die Menge der Wertpapiere. Da die zusätzlichen Aktien - abgesehen vom Lombardgeschäft - nicht in zusätzliche Primärliquidität umgewandelt werden können, bleibt die Fähigkeit des gesamten Systems, zusätzliches Geld zu schaffen, konstant.

Verkauft ein Wirtschaftssubjekt Aktien, so tauscht der Käufer Primärliquidität gegen Aktien, der Verkäufer tauscht Aktien gegen Primärliquidität. Primärliquiditätsmenge und Menge der Aktien des gesamten Systems bleiben gleich groß. Die Verteilung hat sich jedoch verändert.

Die Emission von Schatzwechseln erhöht die Wertpapiermenge. Der Staat tauscht zusätzliche Wertpapiere gegen Primärliquidität ein. Die Primärliquiditätsmenge bleibt konstant. Die Wertpapiermenge steigt wie bei der Aktienemission. Nun sind aber die Schatzwechsel de-facto mit einer Diskontzusage der Zentralbank versehen, wie im 2. Kapitel gezeigt wurde.

Daher bestehen beim Verkauf von Schatzwechseln gegenüber dem Verkauf von Aktien beträchtliche Unterschiede. Die Schatzwechsel können nämlich an die Zentralbank verkauft werden. Dadurch steigt die Primärliquiditätsmenge, auf die es letzten Endes entscheidend ankommt.

Löst der Staat am Ende ihrer Laufzeit Schatzwechsel bei der Zentralbank gegen bar ein, so verringert sich die Primärliquiditätsmenge wieder. Beschafft sich jedoch der Staat das Geld zur Bezahlung der fälligen Schatzwechsel durch die neuerliche Emission von Schatzwechseln, - d.h. bleibt der Schatzwechselbestand auf dem höheren Niveau erhalten - so bleibt auch die Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge bestehen ¹⁾).

5. Die Definition des Begriffes Sekundärliquidität ²⁾

Dieser Unterschied zwischen Schatzwechseln und anderen Wertpapieren ist wesentlich, da nur die Schatzwechsel die Fähigkeit haben, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können. Es wird jetzt auch verständlich, warum die Schatzwechsel im 2. Kapitel so ausführlich behandelt wurden.

In den weiteren Überlegungen werden die Papiere, die die Fähigkeit besitzen, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können, als Sekundärliquidität bezeichnet. Die anderen, leicht übertragbaren Wertpapiere werden zur Gruppe der Tertiärliquidität zusammengefaßt. Welche einzelnen Staatspapiere sonst noch zur Sekundärliquidität gehören, muß hier noch nicht erörtert werden. Dies geschieht im 6. Kapitel. Vielmehr ist jetzt zunächst zu klären, wie die Sekundärliquidität auf den Geldwert einwirkt. Dazu ist noch ein weiterer Begriff notwendig.

6. Der Begriff der Gesamtliquidität

Die Sekundärliquidität muß nun in die Untersuchung über die Bestimmungsgründe des Geldwertes einbezogen werden. Man muß von der engen Definition der Geldmenge abweichen, die den meisten Untersuchungen zugrunde liegt ³⁾. Es ist besser nicht mehr den Begriff

¹⁾ Es wird dabei unterstellt, daß die Verteilung der Schatzwechsel zwischen privatem Sektor und Zentralbank unverändert bleibt.

²⁾ Vgl. auch den Begriff "encashable asset" bei M. Gaskin, *Liquidity and the Monetary Mechanism*, O E P 1960, S. 276

³⁾ Vgl. hierzu die Bemerkung von A.K. Cairncross in: *Monetary Policy in a Mixed Economy*, Stockholm 1960, S. 13: "Since money is itself a liquid asset the change does not drive money off the stage altogether; but it does leave it with a rather humbler role."

der Geldmenge, sondern den der Gesamtliquidität zu verwenden ¹⁾. Dieser Begriff spielt im Radcliffe-Report eine bedeutende Rolle. "The decision to spend thus depends upon liquidity in the broad sense, not upon immediate access to money" ²⁾. H. Weise verwendet ebenfalls diesen Begriff, wenn er ausführt: "Neben den statistisch meßbaren Beständen an liquiden Forderungen, wie Zentralbankgeld und Giralgeld - sowie bis zu einem gewissen Grade auch Geschäftskredite bzw. Kredite zwischen Wirtschaftssubjekten - sind noch eine Reihe anderer Faktoren zu berücksichtigen, die auch für die Liquidität in der Wirtschaft bestimmend sein können. Es handelt sich dabei vor allem um die 'moneyness' finanzieller Vermögenstitel, die in der Hauptsache von der Leichtigkeit des Vermögensaustausches in der Volkswirtschaft oder gar im internationalen Austauschverkehr abhängt. Solche Titel weichen in der Gesamtleistungsfähigkeit des Systemes - im 'monetary frame-work' - nur graduell vom üblichen Geldbegriff ab." ³⁾

Der Begriff der Gesamtliquidität schließt also die Bargeldmenge ein, sowie alle kurzfristig in Bargeld umwandelbare Titel und Fonds ⁴⁾. Welche Titel und Fonds in dieser Arbeit darunter zusammengefaßt werden, wird noch näher untersucht werden. Hier wird noch einmal darauf hingewiesen, daß in "Bargeld umwandelbar" gesamtwirtschaftlich verstanden wird.

¹⁾ Über die Entwicklung dieses Begriffes vgl.: H. Weise, a.a.O. S. 109

²⁾ Radcliffe-Report, S. 132

³⁾ H. Weise, a.a.O., S. 99/100. Vgl. zu diesem Problem auch: R. Hicks, Liquidity, E J 1962. Hicks vertritt allerdings eine andere Konzeption des Liquiditätsbegriffes. Vgl. auch: M. Mitnitzky, Some Aspects of Government Borrowing, A E R 1943, S. 332
Oder: K. Falch, Bankenstruktur und Bankenliquidität, Diss. Freiburg 1965, S. 17 - 27

⁴⁾ Der Begriffsinhalt ist auf die Zielsetzung der Arbeit ausgerichtet. Zu einem anderen Untersuchungszweck könnte man ihn noch erweitern.

5. Kapitel Die Faktoren der Gesamtliquidität

Im vorhergehenden Kapitel wurde ausführlich auf die Eigenschaften liquider Papiere eingegangen. Es wurde insbesondere der Begriff der Sekundärliquidität eingeführt. Dabei zeigte es sich, daß Schatzwechsel Staatspapiere sind, die zur Sekundärliquidität gerechnet werden müssen. Für dieses Kapitel wird unterstellt, daß die gesamte Sekundärliquiditätsmenge aus Schatzwechseln bestehe. Diese einschränkende Voraussetzung wird im nächsten Kapitel wieder aufgehoben. Hier soll zunächst ein System entwickelt werden, das es gestattet, den Einfluß der Sekundärliquidität auf den Geldwert zu untersuchen.

Ein solches Liquiditätskonzept wird z.B. von Schmölders vertreten ¹⁾, der sich an die Überlegungen des Radcliffe-Reports anlehnt. Dabei ist nicht mehr die Geldmenge im traditionellen Sinne Gegenstand der Untersuchung, sondern die gesamte Liquidität der Volkswirtschaft. Schmölders führt dazu aus: "..., auf die Geldmenge komme es überhaupt nur insoweit an, als sie auch mit zum Gesamtbild der volkswirtschaftlichen Liquidität gehöre."²⁾ Schmölders geht von einer sehr weiten Definition der Liquidität aus. In dieser Arbeit wurde ein spezieller Begriff entwickelt, die Sekundärliquidität, die sehr viel enger definiert ist als die Liquidität bei Schmölders. Dies geschah deshalb, weil hier speziell der Einfluß der Staatspapiere auf den Geldwert und damit auf die Geldpolitik untersucht werden soll und weil sich diese Untersuchung mit diesem engen Sekundärliquiditätsbegriff am besten durchführen läßt.

1. Die Definition einzelner Faktoren

In diesem Abschnitt sollen die Größen kurz definiert werden, die für die Erläuterung des Liquiditätskonzeptes im nächsten Abschnitt benötigt werden.

¹⁾ G. Schmölders, Von der Quantitätstheorie zur Liquiditätstheorie des Geldes, Mainz 1960
Derselbe, The Liquidity Theory of Money, Kyklos 1960
Derselbe, Geldpolitik, Tübingen Zürich 1962
Aber auch andere Autoren wie z.B. H. Leutner, Geldströmtheorie und Liquiditätstheorie, Frankfurt 1962 und H. Weise, a.a.O., vertreten die Liquiditätstheorie des Geldes

²⁾ G. Schmölders, Geldpolitik, a.a.O., S. 102

1.1. Die Determinanten der Gesamtliquidität

Als erster Posten der Gesamtliquidität muß die Geldmenge genannt werden. Heute versteht man unter umlaufender Geldmenge Banknoten und Münzen im Besitz von Privaten und Staat, Sichteinlagen der Privaten und des Staates bei Geschäftsbanken und bei der Zentralbank ¹⁾. Die Geldmenge im definierten Sinne wird im weiteren auch als Primärliquiditätsmenge oder absolute Geldmenge bezeichnet ²⁾.

Die absolute Geldmenge wird untergliedert in eine zirkulierende und in eine nicht-zirkulierende Geldmenge ³⁾. Unter der ersten, der zirkulierenden Geldmenge wird die Geldmenge verstanden, die zu Käufen benutzt wird. Die nicht-zirkulierende Geldmenge ergibt sich als Restbetrag, als Differenz zwischen absoluter und zirkulierender Geldmenge. Kassenhaltungstheoretisch besteht die nicht-zirkulierende Geldmenge aus dem Bodensatz der Kassen, d.h. aus dem Betrag der sich noch in der Kasse befindet, wenn die nächste Einnahme erfolgt ⁴⁾.

Die absolute Geldmenge muß noch um einen weiteren Posten ergänzt werden. Normalerweise ist der Kreditplafond der Geschäftsbanken nur zum Teil ausgenutzt ⁵⁾. Der ausgenutzte Teil wird in der absoluten

-
- 1) Diese Definition entspricht der von der Deutschen Bundesbank verwendeten Begriffsabgrenzung.
 - 2) Der Begriff der Geldmenge ist insbesondere nach den Ergebnissen des Radcliffe-Reports problematisch geworden, da zwischen dem Liquiditätsgrad von Geld im traditionellen Sinne und "near-money" nur noch geringe, graduelle Unterschiede bestehen. Deshalb wurden auch die Begriffe Primärliquiditätsmenge und absolute Geldmenge eingeführt.
 - 3) Diese Unterscheidung deckt sich weitgehend mit der Unterscheidung zwischen aktivem und inaktivem oder stillliegendem Geld, wie sie häufiger in der Literatur benutzt wird.
Vgl. M. Palyi, a.a.O., S. 156
M. Mitnitzky, a.a.O., S. 37. Mitnitzky benutzt die Begriffe "idle money" oder "idle funds".
Vgl. F.A. Lutz, Die Nachfrage nach Geld, J N St 1960. Lutz benutzt den Begriff "mußiges Geld".
O. Veit, a.a.O., S. 41, § 23 Aktives und inaktives Geld
 - 4) Über die Gründe für das Halten von nicht-zirkulierender Geldmenge vgl.: F.A. Lutz, a.a.O., S. 105
 - 5) Vgl. hierzu den Begriff der "lending capacity" bei M. Levy, a.a.O., II Determinants ..., S. 18/19. Levy unterscheidet drei Begriffe: lending capacity abzüglich der low risk loans ergibt die free lending capacity. Subtrahiert man davon die high risk loans, so erhält man die idle lending capacity.

Geldmenge erfaßt. Der nicht-ausgenutzte Teil muß noch gesondert berücksichtigt werden, da durch die Umwandlung von nicht-ausgenutztem in ausgenutztes Kreditvolumen die absolute Geldmenge kurzfristig ausgedehnt werden kann. Das nicht-ausgenutzte Kreditvolumen stellt also einen möglichen Instabilitätsfaktor dar, der berücksichtigt werden muß.

Die absolute Geldmenge muß noch um die in Geld ausgedrückte Summe aller Papiere erweitert werden, die in zusätzliche Primärliquidität umgewandelt werden können. Diese Summe wurde als Sekundärliquidität bezeichnet.

Die Termin- und Spareinlagen müssen ebenfalls noch erfaßt werden. Ihre Zuordnung ist etwas schwierig. Sie könnten entweder zur Primärliquiditätsmenge gerechnet werden. Dann bestände die absolute Geldmenge aus Banknoten und Münzen, Sicht-, Termin- und Sparguthaben ¹⁾. Die Termin- und Spareinlagen würden unter die nicht-zirkulierende Geldmenge fallen. Dabei ergeben sich jedoch Schwierigkeiten wegen des Liquiditätsgrades der Termin- und Spareinlagen. Der letzte Posten der Primärliquiditätsmenge würde nämlich einen geringeren Liquiditätsgrad besitzen als der erste Posten der Sekundärliquiditätsmenge, die Schatzwechsel. Rechnet man andererseits die Termin- und Spareinlagen zur Sekundärliquiditätsmenge, so gibt man die Homogenität dieser Gruppe auf. Deshalb scheint es am günstigsten, sie in einem gesonderten Posten zu erfassen. Während der folgenden Überlegungen werden sie als konstant angesehen. Ihre Bedeutung wird später erörtert.

Absolute Geldmenge, nicht-ausgenutzter Kreditplafond, Termin- und Spareinlagen und die Sekundärliquiditätsmenge bilden zusammen die Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft, wie sie in dieser Arbeit verstanden wird.

¹⁾ Vgl. hierzu: L. Gleske, Die Liquidität in der Kreditwirtschaft, Frankfurt o.J.
Vgl. aber auch die gegenteilige Ansicht von: R. Schilcher, Geldfunktionen und Buchgeldschöpfung, Berlin 1958, S.98/99

1.2. Preisniveau und Handelsvolumen ¹⁾

Die effektive Geldmenge, wie sie hier als Produkt aus zirkulierender Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge definiert wird, und das Handelsvolumen bestimmen die Höhe des Preisniveaus. Das Handelsvolumen erfaßt alle in der Periode umgesetzten Güter. Das Preisniveau stellt den reziproken Geldwert dar.

1.3. Die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge

Die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge wird definiert als Quotient aus effektiver Nachfrage und zirkulierender Geldmenge. Es wird angenommen, daß die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge hauptsächlich vom "Aufbau der Banken und Industrie ..., von gesellschaftlichen Gewohnheiten, von der Verteilung des Einkommens zwischen verschiedenen Klassen" ²⁾, kurz von den Zahlungsgewohnheiten abhängt. Es wird weiterhin unterstellt, daß die Zahlungsgewohnheiten zumindest kurzfristig unverändert bleiben. Unter den gemachten Voraussetzungen bleibt die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge kurzfristig konstant. Keynes macht mit einigen Einschränkungen eine ähnliche Annahme über die Umlaufgeschwindigkeit der Transaktionskasse ³⁾. Das Produkt aus zirkulierender Geldmenge und ihrer Umlaufgeschwindigkeit wird als effektive Geldmenge bezeichnet. Schwankungen der effektiven Geldmenge müssen dann von Veränderungen der zirkulierenden Geldmenge herrühren.

Man könnte darauf hinweisen, daß Versuche unternommen wurden, die Umlaufgeschwindigkeit statistisch zu ermitteln, und daß sich dabei zum Teil starke Schwankungen ergeben hätten. Dieser Einwand kann jedoch nicht gegen die hier gemachte Annahme, die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge sei konstant, verwendet werden, da von zwei verschiedenen Begriffen der Umlaufgeschwindigkeit ausgegangen wird.

¹⁾ Vgl. W. Ehrlicher, Die Geld-, Finanz- und Lohnpolitik im volkswirtschaftlichen Systemzusammenhang, Jahrbuch für Sozialwissenschaft 1961. Derselbe, Geldtheorie, H d S W, Bd. 4, S. 237/38

²⁾ J.M.Keynes, Allgemeine Theorie, a.a.O., S. 169

³⁾ Ebenda, S. 169. "Dennoch können wir ..., V als nahezu genügend beständig behandeln." V bezeichnet die Einkommensumlaufgeschwindigkeit.

Diese Überlegungen lassen sich auch folgendermaßen darstellen. Bezeichnet man mit M_a und mit u_a die gesamte Geldmenge und deren Umlaufgeschwindigkeit, mit M_z und u_z die zirkulierende Geldmenge und deren Umlaufgeschwindigkeit und mit M_{nz} und mit u_{nz} die nicht-zirkulierende Geldmenge und ihre Umlaufgeschwindigkeit, so ergibt sich folgender Zusammenhang:

$$\frac{u_z M_z + u_{nz} M_{nz}}{M_a} = u_a$$

Die Umlaufgeschwindigkeit der gesamten Geldmenge kann sich bei konstantem M_a auf dreierlei Arten verändern. Entweder variieren die einzelnen Umlaufgeschwindigkeiten, oder die Gewichte M_{nz} oder M_z verschieben sich, oder die Gewichte und die beiden Umlaufgeschwindigkeiten schwanken gleichzeitig. Man muß sich für eine Möglichkeit entscheiden. In dieser Arbeit wird die Variation der Gewichte gewählt, da sie methodologisch Vorteile bietet. Daß diese methodologischen Vorzüge nicht durch den Nachteil einer geringeren Wirklichkeitsrelevanz erkaufte werden, zeigen z.B. die Ausführungen von Lutz. Er nimmt an, daß die Umlaufgeschwindigkeit der Transaktionskasse kurzfristig relativ konstant ist. "Wir beginnen mit einer kurzen Untersuchung über das Transaktionsgeld mit der Absicht darzutun, daß eine Veränderung seiner Umlaufgeschwindigkeit praktisch kaum zu erwarten ist" ¹). Diese Tatsache läßt sich in der Terminologie dieser Arbeit dadurch ausdrücken, daß man sagt, die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge sei konstant.

A.C. Stedry ²) vertritt die Ansicht, daß die "non-financial velocity" stark zinsabhängig sei und erheblich schwanke. Seine Abgrenzung von "financial" und "non-financial velocity" scheint

¹) F.A. Lutz, a.a.O., S. 107/8. Das Transaktionsgeld von Lutz ist nicht identisch mit der zirkulierenden Geldmenge. Aber es macht einen großen Teil der zirkulierenden Geldmenge aus, sodaß sich die Überlegungen von Lutz auf die zirkulierende Geldmenge übertragen lassen.

²) A.C. Stedry, A Note on Interest Rates and the Demand for Money, R E a St 1959, S. 303-307

jedoch darauf hinzudeuten, daß keine Übereinstimmung von "non-financial transactions" und zirkulierender Geldmenge vorliegt. "To simplify the presentation we shall refer hereafter to velocity excluding New York as "non-financial" velocity, ..., and velocity in New York as "financial" velocity," ¹⁾). Wenn aber die Begriffe "non-financial transactions" und zirkulierende Geldmenge nicht übereinstimmen, so sind auch die Umlaufgeschwindigkeiten nicht kommensurabel.

Dogmengeschichtlich ist noch folgender Gedanke interessant. Die klassischen Quantitätstheoretiker gingen von einer Konstanz der Umlaufgeschwindigkeit der gesamten Geldmenge aus, weil sie nur die Transaktionskasse sahen. Keynes fügte dem Konzept noch die Spekulations- und Vorsichtskasse hinzu. Das war notwendig, um die wirtschaftlichen Fakten zu erklären. Bei Keynes spielt die Umlaufgeschwindigkeit zwar in "Vom Gelde" ²⁾ eine erhebliche Rolle nicht jedoch in dem Werk, das der neueren Auffassung zugrunde liegt, der "Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes" ³⁾. Seine Interpreten haben die Umlaufgeschwindigkeiten aller Kassen zusammengefaßt und kamen zu einer stark schwankenden Gesamtumlaufgeschwindigkeit ⁴⁾.

Der in der Arbeit benutzte Kunstgriff bedeutet, daß angenommen wird, Schwankungen der effektiven Nachfrage hätten gleichgerichtete Schwankungen der zirkulierenden Geldmenge zur Voraussetzung. Diese Annahme gestattet es, die Bestimmungsgrößen der Gesamtliquidität einschließlich der Sekundärliquiditätsmenge in einfacher additiver

¹⁾ A.C. Stedry, a.a.O., S. 305

²⁾ J.M. Keynes, Vom Gelde, Berlin 1955

³⁾ Derselbe, Allgemeine Theorie, a.a.O.

⁴⁾ Die Auffassung einer stark schwankenden Gesamtumlaufgeschwindigkeit wird z.B. vertreten von:
W.J. Frazer, Monetary Analysis and the Post-War Rise in the Velocity of Money in the United States, S Z V 1964
G. Garvy, Structural Aspects of Money Velocity, Q J E 1959
A.H. Hansen, Monetary Theory and Fiscal Policy, New York 1949
S.M. Rousseas, Velocity Changes and the Effectiveness of Monetary Policy, R E a St 1960

Form in einer Gleichung zusammenzufassen. Es wäre natürlich auch möglich, mit einer variablen Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge zu arbeiten. Dadurch würden sich aber die Überlegungen komplizieren, ohne daß sich wesentlich andere Ergebnisse einstellen würden.

2. Nachfragetheorie des Geldwertes und das Liquiditätskonzept

In der primitiven Quantitätstheorie ¹⁾ wird ein kausaler Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau angenommen. Wichtig ist jedoch, daß eine zusätzliche Geldmenge erst dann einen Einfluß auf den Geldwert ausübt, wenn sie auch verausgabt wird, d.h. wenn sie zu zusätzlicher Nachfrage wird ²⁾.

Zwischen effektiver Nachfrage und effektiver Geldmenge besteht eine definitorische Gleichheit. Als effektive Geldmenge wurde das Produkt aus Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge und zirkulierender Geldmenge definiert. Die Summe der Nachfrage, die sich aus den Haushaltsplänen der Individuen zu Beginn einer Periode ergibt, stellt die beabsichtigte Nachfrage dar. Die Nachfrage, die am Ende einer Periode wirksam wurde, wird wie üblich als effektive Nachfrage definiert. Nachfragedefizite gegenüber der vorhergehenden Periode entstehen, wenn die beabsichtigte Nachfrage der Periode kleiner ist, als die effektive Nachfrage der vorhergehenden Periode ³⁾. Nachfrageüberschüsse gegenüber der vorhergehenden Periode entstehen, wenn die beabsichtigte Nachfrage der Periode größer ist als die effektive Nachfrage der Vorperiode.

Die effektive Geldmenge kann sich bei der angenommenen Konstanz der Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge nur verändern, wenn sich die zirkulierende Geldmenge vergrößert oder verringert. Als Möglichkeiten für die Verringerung oder Erhöhung

¹⁾ Den Zusammenhang zwischen der Quantitätstheorie und dem Liquiditätskonzept des Radcliffe-Reports sieht A.E. Jasay, *The Working of the Radcliffe Monetary System*, O E P 1960, S. 172/73 folgendermaßen: "The principal difference between the Old Cambridge and the Radcliffe Theories is that where the former uses 'quantity of money' the latter insists on using 'general level of liquidity'",. Jasay übersieht dabei aber die Bedeutung der Nachfrage im theoretischen Konzept des Radcliffe-Reports.

²⁾ Über den Zusammenhang zwischen Ausdehnung der Geldmenge und Ausdehnung der Nachfrage im Wachstum vgl.: B.W. Sprinkel, a.a.O. Der Verf. argumentiert z.T. sehr quantitativtheoretisch, z.B. S. 158

³⁾ In einer wachsenden Wirtschaft genügt schon eine Verringerung des Nachfragezuwachses im Verhältnis zum Produktionszuwachs.

der zirkulierenden Geldmenge kommen die nicht-zirkulierende Geldmenge, die Sekundärliquiditätsmenge und der nicht-ausgenutzte Kreditplafond der Geschäftsbanken in Betracht. Diese Faktoren müssen daher von der Geldpolitik kontrolliert werden, da sie bei einer Tendenz zur Nachfragesteigerung über die Ausdehnung der effektiven Nachfrage entscheiden. Diese Überlegungen lassen sich leicht in Form einer Gleichung der Gesamtliquidität fassen. Dazu werden folgende Definitionen getroffen.

Benutzt man das Symbol M_a für die absolute Geldmenge, die sich aus Banknoten, Münzen und Sichtguthaben im schon erwähnten Sinne zusammensetzt, und bezeichnet man die Gesamtliquidität der Volkswirtschaft mit GL, die Sekundärliquiditätsmenge mit SL_T , den nicht-ausgenutzten Kreditplafond mit K_N und die Termin- und Spareinlagen mit TE und SE , so gilt folgende Beziehung:

$$(1) \quad GL = M_a + K_N + SL_T + (TE + SE)$$

Wird nun die absolute Geldmenge (M_a) in die zirkulierende (M_z) und in die nicht-zirkulierende Geldmenge (M_{nz}) unterteilt, so gilt:

$$(2) \quad GL = M_z + M_{nz} + K_N + SL_T + (TE + SE)^1)$$

Die effektive Nachfrage ist gleich der effektiven Geldmenge. Daher stimmt die effektive Nachfrage mit dem Produkt aus zirkulierender Geldmenge und ihrer Umlaufgeschwindigkeit überein.

¹⁾ Daß ein Zusammenhang zwischen Gesamtliquidität und der effektiven Nachfrage auch im Radcliffe-Report gesehen wurde, schreibt A.K. Cairncross, a.a.O., S. 13: "The argument for concentrating on liquidity in one sense or another is that there is no direct link between the quantity of money and individual decisions governing expenditures and the level of effective demand; that there is an indirect link through the rate of interest and the state of liquidity;"

3. Vorläufiges Ergebnis

Unter den gemachten Annahmen kann man die Wirkungen erklären, die die Sekundärliquidität auf den Geldwert ausübt. Der Geldwert bestimmt sich aus dem Verhältnis aller umgesetzten Güter einer Periode und der effektiven Nachfrage einer Periode. Setzt man das Handelsvolumen als konstant voraus, schwankt der Geldwert mit der Höhe der effektiven Nachfrage. Die Höhe der effektiven Nachfrage hängt von Konsumgüter-, Investitionsgüter-, Staats- und Auslandsnachfrage und deren jeweiligen Bestimmungsgründen ab ¹⁾. Die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmittel, die zur Nachfragerealisierung benutzt werden, wurde als konstant angenommen. Effektive Nachfrage kann am Markt nur wirksam werden, wenn die notwendigen Geldmittel zur Realisierung zur Verfügung stehen. Sind die nötigen Geldmittel nicht vorhanden, kann die effektive Nachfrage nicht steigen. Die Gesamtliquidität wurde aufgeteilt in die zirkulierende und in die nicht-zirkulierende Geldmenge, das nicht-ausgeschöpfte Kreditvolumen ²⁾, die Sekundärliquiditätsmenge und die Termin- und Spareinlagen. Die zirkulierende Geldmenge multipliziert mit ihrer kurzfristig als konstant angenommenen Umlaufgeschwindigkeit ergibt die effektive Geldmenge, die gleich der effektiven Nachfrage ist. Steigt die beabsichtigte Nachfrage über die effektive Geldmenge, so wird die zirkulierende Geldmenge aus den Fonds der nicht-zirkulierenden Geldmenge, des nicht-ausgeschöpften Kreditvolumens und der Sekundärliquiditätsmenge ergänzt. ³⁾, bis die Gleichheit zwischen beabsichtigter Nachfrage und effektiver Geldmenge hergestellt ist.

Die Überlegungen lassen sich auch folgendermaßen ausdrücken. Die Geldmenge und die Gesamtliquidität haben auf die Entwicklung der effektiven Nachfrage nur dann einen unmittelbaren Einfluß, wenn sie die effektive Nachfrage nach oben beschränken. Es geht jedoch weder von der Geldmenge noch von der Gesamtliquidität ein direkter Einfluß auf die effektive Nachfrage aus. "(B) General liquidity

¹⁾ Vgl. W. Ehrlicher, Die Geld-, Finanz- ..., a.a.O., S. 95

²⁾ Im Folgenden werden die Ausdrücke Kreditplafond und Kreditvolumen synonym gebraucht.

³⁾ Die Termin- und Spareinlagen werden als konstant angesehen.

does not actually increase demand, but enables an increase, induced by autonomous factors, to materialize." ¹⁾ "This is not a causative but a 'permissive' influence." ¹⁾

Solange genügend Liquidität in der Wirtschaft vorhanden ist, bestimmen - bei konstantem Handelsvolumen - die Größen den Geldwert, die die effektive Nachfrage bestimmen. Erst wenn die beabsichtigte Nachfrage im Verhältnis zur Gesamtliquidität so hoch wird, daß die Gesamtliquidität zur Realisierung der beabsichtigten Nachfrage nicht mehr ausreicht, bekommt die Gesamtliquidität einen Einfluß auf den Geldwert. Diese Aussage muß modifiziert werden, wenn die Gesamtliquidität manipuliert wird. In Bezug auf die Manipulierung der Staatspapiere, d.h. der bewußten Veränderung der Eigenschaften, die Staatspapiere zur Sekundärliquidität machen, sind die sich ergebenden Modifikationen Hauptgegenstand der Arbeit.

Bisher unterliegt nur die absolute Geldmenge, bestehend aus zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge, und der gesamte Kreditplafond einer wirklichen Kontrolle der Zentralbank. Da aber für den Geldwert die Höhe der Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft, bestehend aus absoluter Geldmenge, nicht-ausgenutztem Kreditplafond ²⁾, Termin- und Spareinlagen und der Sekundärliquiditätsmenge ³⁾, entscheidend ist, muß in der heute gegebenen Situation noch eine Kontrolle der Sekundärliquiditätsmenge hinzukommen ⁴⁾.

Diese Ansicht wird auch im Radcliffe-Report vertreten. " The immediate object of monetary action is to affect total demand. ... More certainly, monetary action works upon total demand by altering the liquidity

¹⁾ A.E. Jasay, a.a.O., S. 174

²⁾ Zwar unterliegt der gesamte Kreditplafond der indirekten Kontrolle der Zentralbank, aber die Ausnutzung kann bisher nicht kontrolliert werden.

³⁾ Die Sekundärliquiditätsmenge kann im geringen Umfang durch die Offenmarktpolitik beeinflußt werden.

⁴⁾ Handelswechsel und die Wirkungen des Kapitalverkehrs mit dem Ausland, insbesondere die kurzfristigen Verschuldungsmöglichkeiten und Guthaben der Geschäftsbanken im Ausland, müßten noch berücksichtigt werden. Die Behandlung dieser Größen würde aber zu weit vom Thema der Arbeit wegführen. Deshalb wird auf die Erörterung dieser Fragen verzichtet.

positions of financial institutions and of firms and people desiring to spend on real resources; the supply of money itself is not the critical factor. ... The monetary authorities may also upon occasion, especially if they are inhibited in their manipulation of interest rates, decide to strike directly at other vulnerable points in the liquidity structure." ¹⁾

In den Zitaten kommt deutlich zum Ausdruck, daß das Committee der Ansicht ist, eine effiziente Geldpolitik dürfe nicht an der absoluten Geldmenge ansetzen, sondern müsse die Gesamtliquidität einer Volkswirtschaft beeinflussen ²⁾. Bevor jedoch näher auf diesen Fragenkreis eingegangen wird, muß das geldtheoretische Konzept genauer erläutert werden, das den weiteren Untersuchungen zugrunde gelegt wird. Insbesondere sind die Größen nicht-zirkulierende Geldmenge, nicht-ausgenutztes Kreditvolumen und die Sekundärliquiditätsmenge zu betrachten. Die Beziehungen dieser drei Größen zueinander, die Bestimmungsgründe für ihre Höhe und ihre Einfluß auf die zirkulierende Geldmenge müssen analysiert werden. Zunächst wird jedoch kurz auf die Bedeutung der Termin- und Spareinlagen eingegangen.

¹⁾ Radcliffe-Report, § 397, S. 135

²⁾ Vgl. H. Weise, a.a.O., S. 109 f

4. Die Termin- und Spareinlagen

Die Termin- und Spareinlagen sollen vor den anderen Bestimmungsfaktoren für den hier verwandten Begriff der Gesamtliquidität diskutiert werden, weil sie eine Sonderstellung einnehmen. Das einzelne Wirtschaftssubjekt kann durch die Auflösung seiner Termin- oder Spareinlagen sicherlich mehr Nachfrage entfalten. Für die Fragestellung der Arbeit besagt das aber noch nichts. Vielmehr ist es hierfür entscheidend, ob durch die Abrufung von Termin- und Spareinlagen gesamtwirtschaftlich zusätzliche Nachfrage ausgeübt werden kann und speziell für dieses Kapitel, wie sich durch die Aktivierung von Termin- und Spareinlagen die Gesamtliquidität verändert.

4.1. Termin- und Spareinlagen und die absolute Geldmenge

Werden gesamtwirtschaftlich die Termin- und Spareinlagen vermindert, um Nachfrage entfalten zu können, so können die Termin- und Spareinlagen entweder bar abgehoben oder in Sichtguthaben umgewandelt werden. Bei Barabhebung sind zwei Fälle zu unterscheiden. Die Banken besitzen keine Überschußreserven, dann müssen sie ihre übrigen Kredite einschränken. Es kommt zu keiner Nachfrageausdehnung. Besitzen die Banken Überschußreserven in Form von nicht-zirkulierender Geldmenge, so wird nicht-zirkulierende Geldmenge in zirkulierende Geldmenge umgewandelt und es findet eine Nachfrageausdehnung statt, da die privaten Wirtschaftssubjekte nur deshalb Termin- und Spareinlagen abgehoben haben, um zusätzliche Käufe ausführen zu können, d.h. um die gesamte Nachfrage zu erhöhen.

Bei der Umwandlung von Termin- und Spareinlagen in Sichtguthaben müssen ebenfalls zwei Möglichkeiten unterschieden werden. Sind bei den Banken keine Überschußreserven vorhanden, so kommt keine Ausdehnung der nachfragewirksamen Primärliquiditätsmenge zustande, da die Banken ihre anderen Sichtguthaben einschränken müssen.

Haben die Banken Überschußreserven, so dehnt sich die nachfrage-

wirksame Geldmenge aus. Es kommt zu zusätzlicher Nachfrage. Dabei erhöht sich die absolute Geldmenge in Form der zirkulierenden Geldmenge. Es vermindert sich jedoch sowohl der Bestand an Termin- und Spareinlagen als auch der nicht-ausgeschöpfte Kreditplafond, sodaß es insgesamt - immer nach den gegebenen Definitionen - zu einer Verminderung der Gesamtliquidität kommt.

Bei nachfragewirksamer Auflösung von Termin- und Spareinlagen, d.h. bei einer Erhöhung der Gesamtnachfrage, sind daher zwei Fälle zu trennen. Entweder wird nicht-zirkulierende Geldmenge in zirkulierende Geldmenge umgewandelt oder der nicht-ausgeschöpfte Kreditplafond vermindert sich. In beiden Fällen wirkt die Abrufung von Termin- und Spareinlagen nur indirekt, über andere Größen, auf die Gesamtliquidität und auf die Nachfrage ein.

4.2. Termin- und Spareinlagen und die Sekundärliquiditätsmenge

Als weitere Möglichkeit der Beeinflussung der Gesamtliquidität durch die Auflösung von Termin- und Spareinlagen muß das Verhältnis zur Sekundärliquiditätsmenge untersucht werden. Bisher wurde unterstellt, daß bei zusätzlicher Ausgabe von Schatzwechseln die Gesamtliquidität der Volkswirtschaft steige, da die absolute Geldmenge nicht sinkt - es wird nur ein Teil von den Banken oder den Privaten auf den Staat übertragen - und weil die Sekundärliquiditätsmenge steigt. Wenn jedoch der Ankauf der zusätzlichen Schatzwechsel nicht bar sondern durch Auflösung von Termin- und Spareinlagen finanziert wird, so ist auch hier zwischen der Situation in der die Banken Überschußreserven haben, und der Lage, in der sie keine besitzen, zu unterscheiden.

Ohne Besitz von Überschußreserven bleibt die absolute Geldmenge konstant. Die Termin- und Spareinlagen vermindern sich. Die Sekundärliquiditätsmenge erhöht sich. Insgesamt erfolgt keine Erweiterung der Gesamtliquidität.

In der Situation mit Überschußreserven der Banken wird entweder nicht-zirkulierende Geldmenge in zirkulierende Geldmenge umgewandelt, oder die Sichtguthaben erhöhen sich. Im ersten Fall bleibt die absolute

Geldmenge konstant. Im ersten Fall erhöht sich die absolute Geldmenge durch die Erhöhung der Sichtguthaben. Die Termin- und Spareinlagen und der nicht-ausgenutzte Kreditplafond sinken. Die Sekundärliquiditätsmenge steigt. Wiederum liegt keine Ausdehnung der Gesamtliquidität vor.

4.3. Die Bedeutung der Termin- und Spareinlagen bei konstanter Höhe der Staatsschuld

Es wurde gezeigt, daß bei Auflösung von Termin- und Spareinlagen zum Zweck der Nachfragerealisierung die Wirkungen über andere Größen der Gesamtliquidität erfolgen. Daher ist es hier nur notwendig, die Veränderungen dieser Größen und die daraus resultierenden Wirkungen zu erörtern. Bei den Gründen für die Veränderungen der Größen müßten allerdings die Termin- und Spareinlagen gesondert berücksichtigt werden.

Der andere Aspekt, nämlich der Zusammenhang zwischen Sekundärliquiditätsmenge und Termin- und Spareinlagen ist für das Thema wichtiger. Da aber in dieser Arbeit von einer konstanten Höhe der Staatsschuld als Grundvoraussetzung ausgegangen wird, erscheint es nicht realistisch, daß bei der Neuemission von Schatzwechseln die Termin- und Spareinlagen in Höhe der zusätzlichen Schatzwechsel aufgelöst werden. Es müßten dazu nämlich alle Besitzer der Schatzwechsel Primärliquidität zu halten oder zusätzlich auszugeben wünschen und der Kauf der zusätzlichen Schatzwechsel rein durch Auflösung von Termin- bzw. Spareinlagen finanziert werden. Daher kann für diese Arbeit unterstellt werden, daß die Termin- und Spareinlagen konstant bleiben, d.h. daß sie für die spezielle Fragestellung des Themas dieser Arbeit keine Bedeutung haben. Für andere Untersuchungen müßte ihr Einfluß jedoch berücksichtigt werden.

Es bleibt also noch die Aufgabe, die anderen Größen, die die Gesamtliquidität bestimmen, zu untersuchen. Es soll mit dem nicht-ausgenutzten Kreditplafond begonnen werden.

5. Der Einfluß des nicht-ausgenutzten Kreditvolumens der Banken

Diese Größe wurde unter der Bezeichnung K_N in Gleichung (1) und (2) eingeführt. Für die folgenden Überlegungen empfiehlt es sich, K_N durch andere Größen zu ersetzen.

Bezeichnet man mit K_P den Plafond der Kreditschöpfung der Banken, so zeigt ein Blick auf die Realität, daß dieses Kreditschöpfungsvolumen immer nur zu einem Teil ausgenutzt wird¹⁾. Der v.H.-Satz der Ausnutzung in einem Dezimalbruch ausgedrückt, wird als k definiert. Der v.H.-Satz des nicht-ausgenutzten Teiles ergibt sich als Differenz zu eins. Es gilt demnach:

$$(3) \quad K_P = k K_P + (1-k) K_P \quad \text{oder}$$

$$(4) \quad K_N = (1-k) K_P$$

Zunächst wird unterstellt, k sei eine Konstante. Dann hängt die Größe des Ausdruckes $(1-k) K_P$ nur von den Faktoren ab, die auf den Kreditplafond einwirken.

5.1. Die Bestimmungsfaktoren des Kreditplafonds

Der Kreditplafond der Geschäftsbanken hängt nach traditioneller Ansicht in erster Linie von der Menge von Zentralbankmitteln ab, die im Bankensektor umlaufen. Diese Zentralbankmittel sollen mit M_B bezeichnet werden. Weiterhin hängt der Kreditplafond ab vom Mindestreservesatz, vom Barabhebungssatz und von den gesamten Liquiditätsvorstellungen der Banken.

Faßt man diese Einflüsse in einen Faktor a zusammen, der den Zusammenhang zwischen der Menge von Zentralbankmitteln im Bankensektor (M_B) und dem gesamten Kreditplafond (K_P) herstellt, so gilt folgende Beziehung:

¹⁾ Über die Bedeutung der Nachfrage für die Ausnutzung der Kreditmöglichkeiten vgl.: W. Albers, Der Einfluß der Notenbank auf die Geld- und Kreditschöpfung in der Bundesrepublik Deutschland, W W A 1958 II, besonders Schaubild I.

$$(5) \quad K_P = a M_B \quad ^1)$$

5.2. Der Kreditplafond unter Berücksichtigung der Sekundärliquiditätsmenge der Banken

Nun legen aber Untersuchungen des Radcliffe-Reports die Vermutung nahe, daß die Banken nicht nur die in ihrem Besitz befindliche Bargeldmenge zur Grundlage ihrer Giralgeldschöpfung machen, sondern auch die im Bankensektor befindliche Sekundärliquiditätsmenge.

"If the lending policies of the banks are governed by a regard for their liquidity, so that the fixed point in those policies is an unwillingness to allow their net liquid assets to fall below a certain proportion of their liabilities, then the supply of money will be controlled by the availability of Treasury Bills." ²⁾

Weise drückt das noch sehr viel genauer aus: "In dieser zentralen Frage versucht der Radcliffe-Report in der Tat, auf gänzlich anderen Wegen in Neuland vorzustoßen. Dabei werden wesentliche Thesen der Geld- und Kredittheorie in Zweifel gezogen bzw. verworfen, insbesondere: 1. Als Liquiditätsgrundlage für die Geldschöpfung der Geschäftsbanken werden nicht nur der Bestand an Kassenreserven im Sinne von Zentralbankgeld (cash bzw. currency), sondern vor allem die 'liquiden Mittel' (Liquid assets) im weiteren Sinne betrachtet; dazu rechnen auch liquide Geldmarkttitel wie Schatzwechsel usw..." ³⁾ Der Kreditplafond hängt unter dieser Annahme auch von der sich im Bankensektor befindenden Sekundärliquiditätsmenge SL_B ab. Der Vorgang soll näher erläutert werden.

Die Geschäftsbanken entwickelten im Laufe der Jahre verschiedene Anforderungen an ihre Liquiditätsreserven, die allerdings im

¹⁾ Gleichung (5) ist eine mögliche Form der allgemeineren Gleichung $K_P = f(M_B, a)$. (5) wurde gewählt, weil diese Gleichung die Beziehung am einfachsten wiedergibt.

²⁾ A.K.Cairncross, a.a.O., S. 24. Vgl. auch M.Gaskin, a.a.O., S. 278.

³⁾ H.Weise, Aktuelle Probleme der Geld- und Kreditpolitik in amerikanischer Sicht, W W A 1963, S. 161. Diese Ansicht wird im Radcliffe-Report nicht explizit ausgedrückt, liegt den Ausführungen von Chapter IV und VI aber implizit zugrunde. Vgl. hierzu auch H.Weise, a.a.O., S. 59-67. Weise stellt auf die Bedeutung des Geldbegriffes ab.

Konjunkturverlauf schwanken. Die Banken wissen, daß nicht alle eingeräumten Kredite sofort und vollständig in Anspruch genommen werden und daß durch Zahlungseingänge Zahlungsausgänge mehr oder weniger kompensiert werden, so daß nur die Spitzenbeträge durch Zentralbankmittel ausgeglichen werden müssen¹⁾).

Es kommt also nur auf die Spitzenbelastungen an, deren Ausgleich in bar vorgenommen werden muß. Die Länge der "Liquiditätsvorsorge-Periode"²⁾ spielt ebenfalls eine bedeutende Rolle. Sie verliert jedoch ihre Bedeutung, wenn man die vereinfachende Annahme macht, daß "die Länge und Streuung der Liquiditätsvorsorge-Periode,..., von Periode zu Periode konstant gehalten wird".³⁾

Übersteigen die Spitzenbeträge einmal den erwarteten Durchschnitt und besitzt die Bank Wertpapiere, die sofort oder in kurzer Zeit in Zentralbankmittel umgewandelt werden können, so kann sie diese Papiere im Bedarfsfall in Zentralbankmittel umtauschen, d.h. aber, daß sie in ihrer Kreditgewährung so weit gehen kann, daß ihr Zentralbankmittelbestand nur noch die erwarteten durchschnittlichen Spitzenbelastungen abdeckt, während für außergewöhnlich hohe, nicht erwartete Spitzenbeträge kurzfristig in Zentralbankmittel umwandelbare Wertpapiere gehalten werden. Dann aber schöpft die Bank nicht mehr allein aufgrund ihres Bargeldbestandes Giralgeld, sondern auch aufgrund ihres Bestandes an Sekundärliquidität.

Da Zentralbankmittel und Sekundärliquidität unterschiedliche Liquiditätsgrade haben, können beide Bestände nicht ohne weiteres addiert werden. Berücksichtigt man jedoch den unterschiedlichen Liquiditätsgrad in einem Faktor, der gleichzeitig auch die sonstigen, oben kurz dargestellten Liquiditätsvorstellungen der Banken und die Einflüsse des Mindestreserve- und Barabhebungssatzes enthält, so ergibt sich für den Kreditplafond eine Abhängigkeit von der im Bankensektor befindlichen Zentralbankmittelmenge und von der Sekundärliquiditätsmenge.

¹⁾ Vgl. W.Stützel, Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, Tübingen 1958. Besonders 5. Kapitel 3. Abschnitt.

²⁾ W.Stützel, a.a.O., S. 240 f

³⁾ W.Stützel, a.a.O., S. 249

$$(6) \quad K_P = d (M_B + SL_B)^1)$$

5.3. Die Bedeutung des Ausnutzungsgrades des Kreditplafonds

Betrachtet man den Faktor k näher, den Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds, so ~~erweist~~ sich die zu Beginn der Überlegungen unterstellte Konstanz von k als unrealistische Annahme. k wird im Zeitablauf stark schwanken, dabei aber immer kleiner als 1 bleiben. Die Ursachen der Schwankungen sind in den wechselnden Kreditanforderungen der Bankkunden und in der wechselnden Risikobereitschaft der Banken zu suchen. Beide Faktoren sind in der Hauptsache von der erwarteten Konjunkturentwicklung abhängig, die ihrerseits wieder von den Erwartungen über die Entwicklung der effektiven Nachfrage abhängt. Es dürfte also realistisch sein, einen Zusammenhang zwischen effektiver Nachfrage und dem Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds anzunehmen. Dabei dürfte k im Aufschwung am größten sein, im Höhepunkt der Konjunktur dürfte es abnehmen, im Abschwung weiter sinken und am unteren Wendepunkt seinen Tiefstand erreichen.

5.4. Zusammenfassung

Aus Gleichung (4), die das nichtausgeschöpfte Kreditvolumen mit Hilfe des Ausnutzungsgrades k und des gesamten Kreditvolumens K_P erklärt und aus der Gleichung der Gesamtliquidität (1), die die einzelnen Faktoren der Gesamtliquidität, die absolute Geldmenge M_a , ~~den~~ nicht-ausgenutzten Kreditplafond K_N , die Sekundärliquiditätsmenge SL_T , sowie die Termin- und Spareinlage $TE + SE$ enthält, ergibt sich als Zusammenfassung Gleichung (7).

$$(7) \quad GL = M_a + (1-k) K_P + SL_T + (TE + SE)$$

Je nach den Anforderungen an die Liquiditätsreserven der Banken ergibt sich aus (7) in Verbindung mit Gleichung (5), die die traditionelle Ansicht über die Giralgeldschöpfung wiedergibt:

$$(8) \quad GL = M_a + (1-k) a M_B + SL_T + (TE+SE)$$

¹⁾ Hier gilt das Gleiche wie bei Gleichung (5).
Die allgemeine Form von (6) lautet:
 $SG_P = g (M_B + SL_B, d).$

Aus Gleichung (7) und Gleichung (6), die die Sekundärliquidität mit in die Basis der Giralgeldschöpfung einbezieht, ergibt sich:

$$(9) \quad GL = M_a + (1-k) d (M_B + SL_B) + SL_P + (TE + SE)$$

Mit SL_P wird die Sekundärliquiditätsmenge der Privaten außerhalb des Bankensektors bezeichnet. Der Übergang von der gesamten Sekundärliquiditätsmenge zu der Sekundärliquiditätsmenge der Privaten ist notwendig, um Doppelzählungen zu vermeiden. Aus (8), Giralgeldschöpfung nur auf der Basis des Zentralbankgeldes, und (2), worin die absolute Geldmenge M_a in zirkulierende M_z und nicht-zirkulierende Geldmenge M_{nz} unterteilt wurde, ergibt sich:

$$(10) \quad GL = M_z + M_{nz} + (1-k) a M_B + SL_T + (TE + SE)$$

Aus Gleichung (2) und (9), die Gleichung schließt die Sekundärliquidität mit in die Basis der Giralgeldschöpfung ein, ergibt sich:

$$(11) \quad GL = M_z + M_{nz} + (1-k) d (M_B + SL_B) + SL_P + (TE + SE)$$

Gleichung (11) erklärt die Gesamtliquidität als Summe aus zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge, dem nicht-ausgeschöpften Kreditplafond, wobei die Sekundärliquidität mit in die Basis der Kreditschöpfung einbezogen wird, der Sekundärliquidität im privaten Sektor und den Termin- und Spareinlagen. Jetzt müssen noch die Größen zirkulierende und nicht-zirkulierende Geldmenge und die Sekundärliquiditätsmenge im privaten Sektor und im Bankbereich untersucht und erklärt werden.

6. Das Verhältnis von zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge

Es wird wieder von Gleichung (2) ausgegangen:

$$(2) \quad GL = M_z + M_{nz} + K_N + SL_T + (SE+TE)$$

Es wird unterstellt, daß sowohl der nicht-ausgenutzte Kreditplafond als auch die Sekundärliquiditätsmenge konstant bleiben. Als weitere Annahme wird vorausgesetzt, daß auch die absolute Geldmenge nicht verändert wird. Unter diesen Voraussetzungen werden jetzt Verschiebungen zwischen zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge untersucht. Es werden folgende Umformungen vorgenommen. Der v.H.-Satz der zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge wird mit p bezeichnet.

$$(12) \quad M_z = p M_a$$

Da sich die nicht-zirkulierende Geldmenge aus zwei verschiedenen Größen zusammensetzt, nämlich aus Beträgen, die aus Liquiditätsgründen gehalten werden M_{nz}^L , und einem Teil der sich als Restgröße ergibt M_{nz}^R , wird die nicht-zirkulierende Geldmenge entsprechend aufgeteilt. Die als Restgröße anfallende nicht-zirkulierende Geldmenge entsteht, weil sich Erwartungen über Ausgaben nicht erfüllt haben, oder weil die tatsächlichen Einnahmen höher waren als die erwarteten. Der Betrag fällt also unvorhergesehen am Ende der Wirtschaftsperiode an. Zu Beginn der nächsten Periode wird er wieder in die Planungen einbezogen und abgebaut. Dabei ist es aber wahrscheinlich, daß sich am Ende der zweiten Periode wieder einige Einnahme- oder Ausgabeerwartungen nicht erfüllt haben, sodaß wiederum ein unerwarteter Restbetrag in den Kassen anfällt. Bezeichnet man mit l den v.H.-Anteil der aus Liquiditätsgründen gehaltenen nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge und mit q den v.H.-Anteil der als Rest angefallenen nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge, so gilt:

$$(13) \quad M_{nz} = q M_a + l M_a$$

Daher teilt sich die absolute Geldmenge folgendermaßen auf:

$$(14) \quad M_a = p M_a + q M_a + l M_a$$

Die Parameter p , q und l geben an, wie die Aufteilung der absoluten Geldmenge auf zirkulierende und nicht-zirkulierende Geldmenge vorgenommen wird. Dabei müssen jeweils nur zwei Parameter erklärt werden, da sich der dritte als Restgröße ergibt. Sie ergänzen sich nämlich zu eins. Im Folgenden werden p , der Anteil der zirkulierenden an der absoluten Geldmenge, und l , der Anteil der aus Liquiditätsgründen gehaltenen nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge, untersucht. q , der Anteil der als Rest anfallenden nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge, wird residual erklärt.

6.1. Die Untersuchung von p , dem Anteil der zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge

Die Bestimmungsgründe für p bei angenommener Konstanz von l sind relativ leicht zu zeigen. Da die Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge und die absolute Geldmenge als konstant angesehen werden, hängt die Größe von p von der Entwicklung der effektiven Nachfrage ab. Diese wird im vorliegenden System als gegeben unterstellt. Aus den Überlegungen über die Liquiditätsreserven ergibt sich, daß der Anteil, der aus Liquiditätsgründen gehalten wird, nie gleich Null werden kann, sondern immer zwischen Null und Eins liegen muß. Im Extremfall, d.h. wenn die Nachfragesteigerung bei konstanter absoluter Geldmenge sehr hoch ist, kann der Fall eintreten, daß keine als Rest angefallene nicht-zirkulierende Geldmenge vorhanden ist. Die Größe des aus Liquiditätsgründen gehaltenen Anteiles der absoluten Geldmenge begrenzt dann die Ausdehnung der Nachfrage.

6.2. Die Untersuchung von l , dem Anteil der aus Liquiditätsgründen gehaltenen nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge¹⁾

Vorausgesetzt wird jetzt eine Konstanz von p . Das bedeutet eine Konstanz der zirkulierenden Geldmenge, da immer noch die Voraussetzung der Konstanz der absoluten Geldmenge gilt. Schwankungen des aus Liquiditätsgründen gehaltenen Anteiles werden durch Schwankungen von q ausgeglichen. Von welchen Faktoren hängt die Größe von l ab? Schließt man sich der Argumentation von Keynes an, so

¹⁾ Vgl. hierzu: E.M. Claassen, Die Liquiditätstheorie der Zinsstruktur, J N St 1965. Insbesondere II. 1.a. Das Konzept der Liquiditätsdifferenzialpräferenz.

hängt die Größe von l vom Vorsichts- und Spekulationsmotiv ab ¹⁾. Dabei kann das Vorsichtsmotiv als abhängig von der Höhe des Volkseinkommens, von der jeweiligen Risikofreude und der Verteilung der Risiken über die Planungsperiode ²⁾ angesehen werden. Die Beträge zur Sicherung gegen unvorhersehbare Ausgaben werden mit wachsendem Volkseinkommen steigen. Die Beträge, die aufgrund des Spekulationsmotives gehalten werden, sind abhängig von den Erwartungen über die Zinsveränderungen. Für den speziellen Zweck dieser Arbeit werden nur Zinsveränderungen der Sekundärliquidität berücksichtigt. Wenn also in Zukunft von Liquiditätspräferenz gesprochen wird, ist nur die Präferenzbeziehung zwischen Primär- und Sekundärliquidität gemeint. Weiterhin werden noch die Beträge erfaßt, die in bar angesammelt werden, um in den Haushalten größere Anschaffungen, in den Unternehmen Investitionen vorzunehmen. Diese Beträge werden mit wachsendem Volkseinkommen ebenfalls steigen.

6.3. Zusammenfassung

Die Überlegungen zu diesem Punkt sollen kurz zusammengefaßt werden. Es werden nur Variationen zwischen zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge bei Konstanz der absoluten Geldmenge betrachtet. Diese Bewegungen basieren auf Nachfrageveränderungen. Sinkt die Nachfrage, so wird die zirkulierende Geldmenge zum Teil in nicht-zirkulierende Geldmenge umgewandelt. Ein bestimmter Prozentsatz der nicht-zirkulierenden Geldmenge wird aus Liquiditätsgründen gehalten. Da es unwahrscheinlich ist, daß bei sinkender Nachfrage die Liquiditätspräferenz im gleichen Umfang steigt wie die nicht-zirkulierende Geldmenge, gesamtwirtschaftlich gesehen die stillgelegte Geldmenge aber irgendwo in den Kassen bleiben muß, werden auch Kassenbeträge gehalten, die nicht durch Liquiditätsgründe gerechtfertigt sind. Dieser Posten wurde als M_{nz}^R bezeichnet.

¹⁾ J.M. Keynes, Allgemeine Theorie, a.a.O., S. 143 f

²⁾ Vgl. hierzu: D. Orr, W.G. Mellon, a.a.O., S. 616 f

Steigt die Nachfrage, so werden Beträge der nicht-zirkulierenden Geldmenge reaktiviert, aber nur bis zu dem Betrag, der nicht aus Liquiditätsgründen gehalten wird. Verändert sich mit steigender Nachfrage auch die Liquiditätspräferenz, so können höhere oder geringere Beträge reaktiviert werden. Wichtig ist in beiden Fällen, daß die absolute Geldmenge durch Private und Banken nicht verändert wurde. Es liegt auf der Hand, daß bei solchen Bewegungen die absolute Geldmenge nicht konstant bleibt, da in ihr der Posten der Sichtguthaben bei den Banken steckt, der bei Nachfrageveränderungen starken Schwankungen unterliegen dürfte. Als nächstes muß noch untersucht werden, welche Einflüsse von der Sekundärliquiditätsmenge ausgehen.

7. Die Untersuchung der Sekundärliquiditätsmenge

Es soll allgemein geklärt werden, warum Sekundär- in Primärliquidität umgetauscht wird. Die Überlegungen werden an Hand der Gleichung der Gesamtliquidität durchgeführt.

$$(11) \quad GL = M_Z + M_{nz} + (1-k) d (M_B + SL_B) + (TE + SE)$$

Zur Vereinfachung des Gedankenganges wird angenommen, daß nur Verschiebungen zwischen der Sekundärliquiditätsmenge und der zirkulierenden und nicht-zirkulierenden Geldmenge stattfinden. Alle anderen Komponenten der Gesamtliquidität sollen konstant bleiben. Unter diesen Annahmen gibt es folgende Gründe für die Umwandlung von Primär- in Sekundärliquidität.

1. Der Zins für Sekundärliquidität hat sich erhöht. Bei gleicher Primärliquiditätspräferenz verringert sich die gehaltene Primärliquiditätsmenge.
2. Die Primärliquiditätspräferenz ist gesunken. Ein Teil der Primärliquiditätsmenge bringt jetzt in Sekundärliquidität angelegt einen höheren Nutzen als in bar und wird deshalb umgetauscht.

Nimmt man an, q , der Anteil der als Rest anfallenden nicht-zirkulierenden Geldmenge an der absoluten Geldmenge, sei größer als Null, so kommt noch ein weiterer Grund hinzu.

3. Die Wirtschaftssubjekte besitzen schon genügend Primärliquidität, um ihr Liquiditätsbedürfnis zu befriedigen, - das besagt die Annahme, q sei größer als Null - und wollen die überschüssige Primärliquidität in zinstragende Sekundärliquidität umwandeln.

Daß in Wirklichkeit trotzdem eine überschüssige Barkasse auftritt, wie im Modell angenommen wurde, liegt daran, daß entweder die als Rest anfallende nicht-zirkulierende Geldmenge nicht genügend prognostizierbar war, oder daß nicht genügend Sekundärliquidität vorhanden war. Eine Umwandlung in Tertiärliquidität, z.B. Aktien, erfolgt deshalb nicht, weil die Wirtschaftssubjekte zwar bereit wären, Primär- gegen zinsbringende Sekundärliquidität umzutauschen,

nicht jedoch gegen zinsbringende Tertiärliquidität. Hier ist der Vorteil des Zinsertrages kleiner als der Nachteil der Aufgabe der Primärliquidität.

Für den Tausch von Sekundär- gegen Primärliquidität können folgende Gründe maßgebend sein. Es wird zunächst wieder unterstellt, daß keine als Rest anfallende nicht-zirkulierende Geldmenge vorhanden ist.

1. Die Zinsen für Sekundärliquidität sind gefallen. Bei gleicher Primärliquiditätspräferenz wird jetzt mehr Primärliquidität gehalten, da der Entgang an Nutzen geringer ist.
2. Die Primärliquiditätspräferenz ist gestiegen. Bei gleichem Zins für Sekundärliquidität wird jetzt mehr Primärliquidität gehalten, da sich die Nutzenvorstellungen geändert haben.

Wenn die zirkulierende Geldmenge steigt, ergibt sich bei Gültigkeit der anderen Voraussetzungen ein weiterer Grund für die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität.

3. Sekundär- wird in Primärliquidität umgewandelt, um das Steigen der beabsichtigten Nachfrage realisierbar zu machen. Es ist selbstverständlich, daß die Umwandlung nur erfolgt, wenn die Zinserwartungen anderer Anlagemöglichkeiten höher sind als die Zinsen der Sekundärliquidität ¹⁾.

¹⁾ Vgl. Report on Money and Credit, S. 100: "The federal debt is now managed on the premise that the public must be induced to buy and hold Treasury securities by their attractiveness relative to opportunities to buy goods and services or competing investments."

8. Zusammenfassende Überlegungen über die Determinanten der Gesamtliquidität

Die geschilderten Gründe für die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität oder umgekehrt sind in Wirklichkeit nur Wünsche der Wirtschaftssubjekte. Ob und in welchem Umfang diese Wünsche realisierbar sind, soll noch untersucht werden. Dazu ist es notwendig, die Bedingungen zu betrachten, unter denen die Umwandlung vollzogen wird. Die Bedingungen lassen sich in vier Gruppen zusammenfassen.

1. Die erste Gruppe umfaßt die Annahmen über die Verteilung der Sekundärliquiditätsmenge. Dabei soll hier zunächst nur untersucht werden, wie sich die verschiedene Aufteilung der Sekundärliquiditätsmenge auf Banken und Private auswirkt.
2. Es muß eine bestimmte Zusammensetzung der nicht-zirkulierenden Geldmenge vorausgesetzt werden.
3. Man muß Annahmen machen über die Ausnutzung des Kreditplafonds.
4. Zuletzt muß noch das Verhalten der Zentralbank in die Rahmenbedingungen aufgenommen werden.

Die Bedeutung dieser Annahmen soll nun kurz erläutert werden. Dabei stützen sich die Überlegungen auf die Ergebnisse der vorhergehenden Abschnitte.

Da die Voraussetzung, die gesamte Sekundärliquiditätsmenge bestehe aus Schatzwechseln, aufrecht erhalten werden soll, wird auch den weiteren Überlegungen wieder Gleichung (11) zugrunde gelegt, in der die Gesamtliquidität aus zirkulierender und nicht-zirkulierender Geldmenge, nicht ausgenutztem Kreditplafond auf der Basis von Bargeld und Sekundärliquidität, der Sekundärliquidität der Privater und dem Termin- und Sparguthaben besteht.

$$(11) \quad GL = M_Z + M_{nz} + (1-k)d(M_B + SL_B) + SL_P + (TE + SE)$$

Aus Gleichung (11) ergibt sich schon, daß bei Konstanz der Sekundärliquiditätsmenge eine verschiedene Aufteilung auf Banken und Private die Gesamtliquidität erheblich beeinflussen kann. Wenn sich die gesamte Sekundärliquiditätsmenge im Besitz der Banken befindet, ist die Gesamtliquidität höher, als wenn sich die Sekundärliquidi-

tätsmenge auf Banken und Private verteilt oder wenn der private Sektor die gesamte Sekundärliquiditätsmenge besitzt.

Die Bedeutung der Aufteilung der nicht-zirkulierenden Geldmenge läßt sich folgendermaßen charakterisieren. Die nicht-zirkulierende Geldmenge kann einmal nur aus der Geldmenge bestehen, die aus Liquiditätsgründen gehalten wird. Dann ergaben sich keine Überraschungen, d.h. die Erwartungen haben sich erfüllt. Andererseits kann die nicht-zirkulierende Geldmenge auch die als Restgröße anfallende Geldmenge enthalten. Dann haben sich die Erwartungen zu Beginn der Periode nicht erfüllt und in der neuen Periode werden die Wirtschaftspläne entsprechend geändert.

Für die Beurteilung der Liquiditätslage einer Volkswirtschaft ist es noch notwendig, weitere Überlegungen über den Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds anzustellen. Dabei sind drei Gesichtspunkte zu berücksichtigen: k , der Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds, das im Bankensektor befindliche Bargeld M_B und die Sekundärliquiditätsmenge im Bankensektor SL_B . Von M_B kann man annehmen, daß es relativ konstant bleibt. Bei k hingegen wäre diese Ansicht ziemlich unrealistisch. Denn es entspricht wohl eher der Wirklichkeit, anzunehmen, der Kreditplafond werde stärker ausgenutzt, bevor Sekundär- in Primärliquidität umgewandelt wird. Weiter muß noch berücksichtigt werden, daß die Verteilung der Sekundärliquidität auf Banken und Private eine Rolle spielt. Es sei unterstellt, daß eine Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität nur von den Banken vorgenommen werden kann. Dann erhöht sich bei der Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität der Kassenbestand der Banken, M_B , und der gesamte Kreditplafond wächst, da sich der Liquiditätsgrad der insgesamt im Bankensektor befindlichen Liquidität verbessert hat.

Bisher wurde von k gesagt, es sei abhängig von der effektiven Nachfrage und immer kleiner als 1. Nimmt man ein Wachsen der effektiven Nachfrage an, so wird die zirkulierende Geldmenge zunächst aus nicht-zirkulierender Geldmenge ergänzt bis auf den Restbetrag M_{nz}^L , der aus Liquiditätsgründen gehalten wird.

Synchron damit wird k steigen. Wächst die effektive Nachfrage weiter, so bleiben als Quellen für die Ergänzung der zirkulierenden Geldmenge nur noch das nicht-ausgenutzte Kreditvolumen und die Sekundärliquiditätsmenge. Die Termin- und Spareinlagen werden als konstant angesehen. Zuerst wird die Ergänzung von zirkulierender Geldmenge aus dem nicht-ausgenutzten Kreditvolumen erfolgen, da eine Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität mit Zinsverlusten verbunden ist. Es ist realistisch, anzunehmen, daß k einen Maximalwert weit kleiner als 1, z.B. 0,7, nie überschreiten wird, da die Banken aus Angst vor Zahlungsschwierigkeiten ihren Kreditplafond nie vollständig ausnutzen werden¹⁾. Man kann nun unterstellen, daß erst ab diesem Wert von k die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität erfolgen wird. Mit anderen Worten damit eine Umwandlung stattfindet, muß der Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds seinen Maximalwert schon oder beinahe erreicht haben.

Unter den gemachten Annahmen hat eine Umwandlung von Sekundär- und Primärliquidität innerhalb des Bankensektors nur eine sehr geringe Wirkung auf den Kreditplafond. Die Umverteilung der Sekundärliquidität zwischen Privaten und Banken hat jedoch multiplikative Wirkungen in Form der Ausdehnung oder Einschränkung des Kreditplafonds, wenn die Barmittel der Privaten nicht aus dem Bankensektor abfließen, was realistischerweise angenommen werden kann. Übergeben nämlich die Privaten Sekundärliquidität an die Banken, um mehr Sichtguthaben zu erhalten, so erweitert sich der Kreditplafond der Banken um mehr als den Betrag der dem Bankensektor zugeflossenen Sekundärliquiditätsmenge und zwar unabhängig davon, ob die Banken die Sekundärliquidität halten, oder in Primärliquidität umtauschen²⁾.

Als letzter, aber nicht unbedeutendster Faktor für die Gesamtliquidität muß noch das Verhalten der Zentralbank kurz untersucht werden. Es ist unwahrscheinlich, daß die Interessen der Zentralbank und aller anderen Wirtschaftssubjekte immer übereinstimmen. Weit öfter dürfte es zu Konflikten kommen. Dies muß bei der Beurteilung der vorhergegangenen Überlegungen berücksichtigt werden. Dabei sind

¹⁾ Vgl. für England: H.Weise, a.a.O., S. 27/28

²⁾ Der Kreditplafond dehnt sich stärker aus, wenn die Banken die Sekundär- in Primärliquidität umtauschen, da die Anforderungen an die Liquiditätsreserven der Banken die Unterschiede des Liquiditätsgrades von Sekundär- und Primärliquidität berücksichtigen.

im Grunde nur drei Verhaltensweisen der Zentralbank möglich, mit denen sie über eine Beeinflussung der Sekundärliquiditätsmenge ihre geldpolitischen Ziele unterstützen kann.

1. Die Zentralbank wünscht die Sekundärliquidität auf Kosten der Primärliquidität zu erhöhen. Das wäre eine restriktive Verhaltensweise.
2. Die Zentralbank wünscht das Verhältnis zwischen Sekundär- und Primärliquidität gleich zu belassen. Das wäre - abgesehen von Wachstumsaspekten - ein neutrales Verhalten der Zentralbank.
3. Die Zentralbank wünscht die Sekundärliquidität zugunsten der Primärliquiditätsmenge zu verringern. Das wäre ein expansives Verhalten der Zentralbank.

Im Folgenden wird nun so vorgegangen, daß einige, für das Debt Management wichtige Situationen herausgegriffen werden. Die jeweilige Situation kann mit Hilfe der erarbeiteten Kriterien beschrieben und charakterisiert werden. Dabei sollen die in der jeweiligen Situation als realistisch erscheinenden Bedingungen ausgewählt werden. Diese Bedingungen oder Annahmen sind dann für die beschriebene Situation Rahmenbedingungen, innerhalb derer das Debt Management handeln muß.

6. Kapitel Der Sekundärliquiditätscharakter von Staatspapieren

Bisher wurden die Mittel des Debt Managements, der Begriff der Liquidität, speziell der der Sekundärliquidität und die Bedeutung der Sekundärliquidität für den Geldwert besprochen. Dabei wurde davon ausgegangen, daß die gesamte Sekundärliquiditätsmenge aus Schatzwechseln bestehe. In diesem Kapitel soll die enge Voraussetzung, die gesamte Sekundärliquiditätsmenge bestehe aus Schatzwechseln, verlassen und die Frage gestellt werden, ob nicht auch andere Staatspapiere unter bestimmten Umständen zur Sekundärliquidität gerechnet werden müssen. Das bedeutet eine Erweiterung des Begriffes der Sekundärliquiditätsmenge.

Die Sekundärliquiditätsmenge müßte eigentlich auch noch in anderer Hinsicht erweitert werden, da z.B. Handelswechsel oder Forderungen gegen das Ausland ebenfalls leicht in nachfragewirksame Primärliquidität umgetauscht werden können und daher zur Sekundärliquiditätsmenge gerechnet werden müßten. Die Erörterung dieses Fragenkomplexes würde jedoch zu weit vom Thema der Arbeit, der Beziehung zwischen Debt Management und Geldpolitik, wegführen. Deshalb werden diese Probleme hier nicht diskutiert. Vielmehr beschränkt sich die Untersuchung darauf, den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere zu analysieren¹⁾.

Um die Frage, welche Staatspapiere zur Sekundärliquiditätsmenge gerechnet werden sollen, untersuchen zu können, muß man den Einfluß der Laufzeit und zwar sowohl der Länge insgesamt als auch der restlichen Laufzeit genauer diskutieren. Weiterhin muß noch näher darauf eingegangen werden, ob die Tatsache, daß Kurspflege betrieben wird, Einfluß auf die Fähigkeit der Staatspapiere hat, zusätzliche Primärliquidität schaffen zu können. Genauso muß noch die Besitzverteilung der Staatspapiere berücksichtigt werden, da sich die Verhaltensweisen der einzelnen Gläubigergruppen auf den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere unterschiedlich auswirken, wie schon erwähnt wurde²⁾.

¹⁾ Eine klare, allerdings auch sehr kurze Darstellung über den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere findet sich bei: M.Palyi, a.a.O., S. 156-159

²⁾ Diese Frage wurde schon im 3. Kapitel bei der Besprechung der Gläubigerauswahl angeschnitten.

1. Sekundärliquiditätscharakter und gesamte Laufzeit

Laufzeit bedeutet hier Gesamtlaufzeit. Wenn von einem langfristigen Papier gesprochen wird, so besagt das, daß dieses Papier zum Zeitpunkt t_0 emittiert wurde, zum Zeitpunkt t_n fällig wird und im Zeitpunkt t_0 auf seinen Sekundärliquiditätscharakter untersucht wird. Damit vereinfacht sich die Frage.

1.1. Lang- und mittelfristige Staatspapiere

Langfristige Staatspapiere mit einer Laufzeit von mehr als etwa zehn Jahren gehören nicht zur Sekundärliquiditätsmenge, da ihnen die Fähigkeit abgeht, zusätzliche Primärliquidität schaffen zu können¹⁾. Das einzelne Wirtschaftssubjekt kann sie verkaufen. Es ist jedoch nicht möglich, mit ihrer Hilfe zusätzliche Primärliquidität zu schaffen, da die Bundesbank nicht gesetzlich verpflichtet ist, langfristige Staatspapiere zu einem bestimmten Kurs anzukaufen.

Schwieriger wird die Lage allerdings, wenn die Zentralbank eines Landes Kurspflege für Staatspapiere betreiben soll²⁾. Wenn massive Verkäufe des Publikums einsetzen, so wird die Zentralbank Papiere gegen bar kaufen, um die Kurse der Staatspapiere zu stützen. Die Primärliquidität erhöht sich demnach. Diese mögliche Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge kann erhebliche Bedeutung erlangen, wie das Beispiel der USA vor 1951 in der pre-accord-period zeigt. Andererseits befinden sich langfristige Wertpapiere häufig im Besitz der trend-bestimmten Gruppe, die die Papiere nur selten verkauft. Dadurch vermindert sich die Bedeutung der langfristigen Wertpapiere als mögliche Quelle der Ausdehnung der Primärliquidität wieder etwas.

Daher dürfte nur ein Teil der langfristigen Staatspapiere unter den gegebenen Umständen zur Sekundärliquiditätsmenge zählen³⁾.

1) Hier wird auf die Überlegungen im 2.Kapitel 5.Abschnitt zurückgegriffen.

2) Dabei wird wieder unterstellt, daß die Kurspflege von der Zentralbank mit zusätzlichem Geld betrieben wird. Diese Voraussetzung wird erst im 7.Kapitel näher untersucht.

3) Dieses Ergebnis stützt sich auf die Voraussetzung, daß das Lombardgeschäft mit langfristigen Papieren tatsächlich quantitativ unbedeutend ist.

Mittelfristige Staatspapiere haben eine Laufzeit zwischen zwei und zehn Jahren. Auch hier ist die Frage der Zugehörigkeit zur Sekundärliquiditätsmenge zu verneinen, da sie nicht in der Lage sind, zusätzliche Primärliquidität zu schaffen ¹⁾). Wenn allerdings die Kurspflege hinzukommt, muß diese Aussage modifiziert werden. Die Modifikationen haben bei den mittelfristigen Staatspapieren allerdings eine größere Bedeutung, da hier die Besitzverteilung, auf die noch näher einzugehen sein wird, nicht diese abmildernde Wirkung hat wie bei den langfristigen Wertpapieren.

1.2. Kurzfristige Staatspapiere

Die kurzfristigen Staatspapiere bestehen aus Schatzwechseln und unverzinslichen Schatzanweisungen. Die Ersteren gehören bestimmt zur Sekundärliquiditätsmenge, da die Zentralbanken fast aller Länder zum Ankauf verpflichtet sind. Diese Verpflichtung besteht, weil die ursprüngliche Funktion der Schatzwechsel darin bestand, kurzfristige Kassendefizite des Staates zu überbrücken. Wären nun keine Schatzwechsel unterzubringen, so müßte der Staat seine Zahlungen einstellen. Da aber die Abnehmer von Schatzwechseln wissen, daß sie sie jederzeit wieder an die Zentralbank verkaufen können, findet der Staat immer Abnehmer für seine Schatzwechsel.

Die Schatzanweisungen besitzen keine Einlöseverpflichtung. Sie sind daher bestimmt weniger liquide als Schatzwechsel ²⁾). Werden die Kurse der Schatzanweisungen von der Zentralbank gestützt, so erhalten auch Schatzanweisungen Sekundärliquiditätscharakter. Allerdings muß darauf hingewiesen werden, daß zur Sekundärliquiditätsmenge im engeren Sinne nur Schatzwechsel zählen, während Schatzanweisungen nur bei Kurspflege dazugerechnet werden können. Das bedeutet, daß innerhalb der Sekundärliquiditätsmenge Liquiditätsgradunterschiede bestehen.

¹⁾ Vgl. Die Überlegungen im 5. Abschnitt des 2. Kapitels

²⁾ Schatzanweisungen stellen das Hauptkontingent der Offenmarktoperationsmasse der Bundesbank dar. Vgl. B. Stadermann, a.a.O., Schaubild 5, Seite 132. Bei expansiver Offenmarktpolitik können Sie also im Umfang der Offenmarktoperationen in Primärliquidität umgetauscht werden.

2. Sekundärliquiditätscharakter und Restlaufzeit

Es muß jetzt noch die Tatsache in Rechnung gestellt werden, daß sich die Staatspapiere ihrem Fälligkeitstermin nähern. Das hat zur Folge, daß die Aussagen modifiziert werden müssen, die im ersten Abschnitt gemacht wurden. "Vor allem ist es auch ein grundsätzlicher Irrtum, wenn im Rahmen von Liquiditätsdiskussionen überwiegend nur die umlaufenden Schatzwechsel in Betracht gezogen werden und allgemein übersehen wird, daß zur Einlösung anstehende 'langfristige' Titel potenziell denselben Liquiditätsgrad besitzen können." ¹⁾

2.1. Die Bedeutung für eine Bank

Eine Bank kann ihr Portefeuille an Staatspapieren nach der Restlaufzeit der Papiere gruppieren. Wenn sie ihr Portefeuille richtig sortiert hat, so kann sie jeden Monat mit einer bestimmten Summe fällig werdender Papiere rechnen. Sie kann also innerhalb des Monats ihr Verhalten so ausrichten, als ob sie über einen zusätzlichen Bargeldbetrag verfüge. Normalerweise - und unter den Voraussetzungen dieser Arbeit - erfolgt keine Nettotilgung der Staatspapiere. Auslaufende Papiere werden durch neue Papiere ersetzt. Diese Tatsache ändert jedoch nichts daran, daß eine einzelne Bank ihr Verhalten danach ausrichten kann, wieviel zusätzliche Primärliquidität ihr für die fällig werdenden Papiere zufließen wird. Für die Bank entscheidet demnach die Restlaufzeit des Staatspapiers über seine Zugehörigkeit zur Sekundärliquiditätsmenge. Damit erhebt sich die Frage, ab welcher Restlaufzeit ein Staatspapier zur Sekundärliquidität zählt.

Die Banken stellen monatliche Liquiditätspläne auf oder stützen sich auf Erfahrungswerte. In diese Planung werden die Staatspapiere mit einbezogen. Sicherlich zählen also alle Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Monat zur Sekundärliquiditätsmenge. Aber es gibt auch jährlich schwankende Liquiditätsanforderungen, die sich zu mehr oder weniger detaillierten, sich auf Er-

¹⁾ H. Weise, a.a.O., S. 137

fahrungswerte stützende Jahresliquiditätspläne verdichten ¹⁾). Sicherlich nehmen in diesen Planüberlegungen auch die innerhalb des Jahres fällig werdenden Staatspapiere einen wichtigen Platz ein. Damit beeinflussen sie das Verhalten der Bank.

Es ist eine Tatfrage, ob die Banken tatsächlich die innerhalb eines Jahres fälligen Staatspapiere zur Sekundärliquiditätsmenge rechnen oder nicht. Die Banken werden sich aber so verhalten, daß sie ihre Geschäftsgebarung auch danach ausrichten, wieviel Staatspapiere innerhalb eines Jahres fällig werden ²⁾). Daher müssen also alle Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr zur Sekundärliquiditätsmenge gezählt werden. Aus diesem Ergebnis, das durch statistische Erhebungen, die nicht Ziel dieser Arbeit sind, noch modifiziert werden könnte, ergeben sich einige Folgerungen. Da die Sekundärliquiditätsmenge über die Gesamtliquidität einen Einfluß auf den Geldwert ausübt, und da die Summe der jährlich fällig werdenden Staatspapiere über die Höhe der Sekundärliquiditätsmenge mit entscheidet, muß diese Summe in alle geldpolitischen Entscheidungen einbezogen werden.

2.2. Die Bedeutung für das Debt Management

Das geschilderte Ergebnis hat natürlich auch für das Debt Management einige Auswirkungen. Wenn nicht nur der Bestand an kurzfristigen Staatspapieren, z.B. Schatzwechsel, destabilisierend auf den Geld-

¹⁾ Vgl. hierzu: W. Kalveram, H. Günther, Bankbetriebslehre, Wiesbaden 1961, besonders S. 267/68, Planungsrechnung. "Es empfiehlt sich mit der Planung eine konstante Periode von drei, sechs oder zwölf Monaten zu erfassen,..." "Eine zweckmäßige Aufgliederung des Gesamtbudgets in Teilpläne (Liquiditätsplan,...) erhöht den Erkenntniswert." Vgl. auch: H. Rittershausen, Die kurzfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band I, Köln-Opladen 1958, S. 243

²⁾ Die Bank muß ihre Finanzplanung nach der jeweils vorhandenen Liquiditätsmenge ausrichten. Die einzelne Bank kann zwar ihre noch nicht fälligen Papiere an andere verkaufen und sich dadurch mehr Primärliquidität verschaffen. Insgesamt können die Banken jedoch im ersten Vierteljahr z.B. nicht mehr zusätzliche Primärliquidität vergeben, als im ersten Vierteljahr fällig werdende Staatspapiere anfallen, wenn alle anderen Quellen der Ausdehnung der Primärliquidität unter die c.p.-Klausel fallen.

wert einwirken kann, sondern auch die Summe der jährlich fällig werdenden Staatspapiere, so verlieren die Vorschläge an Bedeutung, die darauf hinzielen, kurz- und mittelfristige Staatspapiere in langfristige umzuwandeln.

Es muß noch näher auf die Vorgänge eingegangen werden, die sich bei der Ablösung einer alten Anleihe durch eine neue abspielen. Wenn alle Besitzer der alten Anleihe die neue zeichnen, verringert sich die gesamte Sekundärliquiditätsmenge, da die alte Anleihe Sekundärliquidität darstellte, weil sie fällig wurde, die neue hingegen noch keine Sekundärliquidität ist. Zeichnen die Besitzer der alten Anleihe keine Ersatzpapiere, so muß die neue Anleihe bei anderen untergebracht werden. Die Zeichner der neuen Anleihe verlieren Primärliquidität, die den Besitzern der alten Anleihe zufließt. Die Gesamtsumme der Primärliquidität hat sich nicht verändert. Wahrscheinlich wird in der Realität keiner der beiden Extremfälle eintreten, sondern ein gewisser Prozentsatz der Besitzer der alten, auslaufenden Anleihe wird neue Staatspapiere kaufen, während der Rest bei neuen Staatspapierbesitzern untergebracht wird. Der Betrag an erlöster Primärliquidität fließt an die Besitzer der alten Anleihe, die keine neuen Staatspapiere gezeichnet haben.

Es ist aber auch denkbar, daß ein Teil der neuen Anleihe nicht untergebracht werden kann. Dann wünschen mehr Staatspapierbesitzer Primärliquidität zu halten, als es Wirtschaftssubjekte gibt, die bereit sind, bei einem bestimmten Zinssatz Primärliquidität gegen Staatspapiere einzutauschen. Jetzt hängt es vom Verhalten des Staates und der Zentralbank ab, wie sich die Primärliquiditätsmenge entwickelt. Ist die Zentralbank unabhängig vom Staat und darf sie ihm keine oder nur geringe Kredite geben, so muß der Staat seine laufenden Ausgaben einschränken, um seinen Tilgungsverpflichtungen nachzukommen. Die Primärliquiditätsmenge bleibt bei diesem Verhalten des Staates konstant. Ist jedoch die Zentralbank verpflichtet, dem Staat bei Finanzierungsschwierigkeiten beizustehen, so wird der Staat seine laufenden Ausgaben nicht einschränken, sondern

einen Kredit bei der Zentralbank aufnehmen. "what the public does not subscribe for on the day of issue is taken up into the portfolio of the Bank of England's Issue Department ..."¹⁾. Bei diesem Verhalten erhöht sich die Primärliquiditätsmenge. Die Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge hat in einer konjunkturell überhitzten Situation negative Auswirkungen auf den Geldwert.

Dieser Vorgang scheint zunächst auf einer unrealistischen Voraussetzung zu beruhen. In den meisten westlichen Industriewirtschaften darf die Zentralbank den Staat wegen der Gefährlichkeit für die Geldwertstabilität nicht in dieser Form unterstützen. Aber auch bei einer strikten Unabhängigkeit der Zentralbank vom Staat kann der geschilderte Fall - wenn auch modifiziert und auf Umwegen - eintreten.

Der Staat finanziert die Differenz zwischen Tilgungsverpflichtungen und Erlös aus der neuen Anleihe mit Hilfe von Schatzwechseln. Schatzwechsel lassen sich wegen der de-facto Einlösepflicht der Zentralbank sicher unterbringen. Damit steigt zwar die Primärliquidität noch nicht, aber im Gegensatz zur normalen Ersatzemission, bei der die Sekundärliquiditätsmenge um den Tilgungsbetrag abnimmt, bleibt hier ein Teil der Sekundärliquidität weiterbestehen und zwar in der liquidesten Form der Sekundärliquidität. Daß Umtauschaktionen in dieser Form vorgenommen werden, ergibt sich aus den empirischen Untersuchungen von B.C. Hallowell und K.M. Williamson²⁾, auf deren Ergebnisse jetzt näher eingegangen werden soll. "Attrition is the maturing Treasury debt which is not exchanged for newly offered debt but is turned in for cash by the holders."³⁾

¹⁾ A.K. Cairncross, a.a.O., S. 25. Vgl. auch die pre-accord-period in den USA vor 1951.

²⁾ B.C. Hallowell and K.M. Williamson, Debt Management's Contribution to Monetary Policy, R.E.A. St 1967

³⁾ Dieselben, a.a.O., S. 82

3. Die attrition rates ¹⁾

Die beiden Autoren Hallowell und Williamson benutzen den Begriff der "attrition rates". Der Ausdruck wäre etwa mit Abnutzungsrate zu übersetzen. Die attrition rates sind Prozentzahlen, die angeben, wieviel Prozent eines Tilgungsbetrages in bar zu leisten waren, die Differenz zu 100 ergibt den Prozentsatz des Tilgungsbetrages, der durch neue Anleihen gedeckt wurde. Die Autoren behandeln die 50er Jahre in den USA und weisen statistisch nach, daß die attrition rates zwischen den Werten 3,8 und 14,1 v.H. schwanken ²⁾. Der Normalwert für die 50er Jahre liegt bei etwa 9 v.H.

"From the start of 1953 through August 1959, maturing Treasury bonds, notes and certificates totalled \$ 322 billion, of which \$ 292 billion or 91 per cent was offered a security in exchange and \$ 30 billion was retired for cash" ³⁾.

Dabei kommt man zu einem sehr interessanten Ergebnis. Die Abweichungen vom Normalwert korrelieren mit bestimmten Phasen der Geldpolitik. Die Extremwerte 3,8 bzw. 14,1 v.H. ergaben sich jeweils, als eine stark expansive bzw. kontraktive Politik betrieben wurde ⁴⁾. Dieser Zusammenhang zeigt, daß auf eine kontraktive Politik damit reagiert wird, daß mehr auslaufende Staatspapiere gegen bar umgetauscht werden, als das üblicherweise geschieht.

Die Autoren untersuchen nur einzelne Anleihen, aber man kann dieses Phänomen wohl auch auf alle auslaufenden Anleihen übertragen. Gesamtwirtschaftlich betrachtet weitet die Barauszahlung eines Teiles der zu ersetzenden Anleihe die Primärliquiditätsmenge nicht aus, wenn gleichzeitig eine zusätzliche Verschuldung erfolgt. Denn eine Ausweitung der Primärliquiditätsmenge liegt nur vor, wenn man die Wirkungen einer einzelnen Anleiherückzahlung betrachtet. Gesamtwirt-

¹⁾ B.C. Hallowell and K.M. Williamson, a.a.O., S. 82

²⁾ Dieselben, a.a.O., S. 84

³⁾ Dieselben, a.a.O., S.82

⁴⁾ Dieselben, a.a.O., S.84

schaftlich läuft das darauf hinaus, daß dem Staat nicht seine gesamte Neuverschuldung zu zusätzlichen Ausgaben zur Verfügung steht, sondern daß er einen Teil der Neuverschuldung zur Tilgung benutzen muß ¹⁾. Diese Überlegung gilt jedoch nur, wenn kein Gläubigerwechsel zwischen Privaten und Zentralbank erfolgt und bei zusätzlicher Staatsverschuldung. In dieser Arbeit wird jedoch von einer konstanten Höhe der Staatsschuld ausgegangen. Der Staat muß sich also bei nur 90 % Zeichnung der Ersatzanleihe mit Schatzwechseln entweder bei der Zentralbank oder bei den Geschäftsbanken verschulden, um die restlichen 10 % aufbringen zu können. Schatzwechsel kann er auch ohne Ermächtigung durch das Budgetgesetz ausstellen.

Verschuldet sich der Staat bei der Zentralbank, wird die Primärliquiditätsmenge direkt ausgedehnt. Tritt er an die Geschäftsbanken heran und sind diese bereit, Schatzwechsel zu zeichnen, so können sie kompensatorische oder zusätzliche Kredite geben. Bei zusätzlichen Krediten erweitert sich die Primärliquiditätsmenge sofort. Bei kompensatorischen Krediten dehnt sich die Primärliquiditätsmenge nur aus, wenn die Schatzwechsel an die Zentralbank weitergegeben werden. Da die Verschuldung bei der Zentralbank oder bei den Geschäftsbanken mit zusätzlichen Krediten am wahrscheinlichsten ist, wird es verständlich, daß diese Beträge für die Effizienz der Geldpolitik große Gefahren bergen. Da eine kontraktive Geldpolitik mit einer Erhöhung der attrition rates beantwortet wird, zeigt sich auch unter diesem Blickwinkel, wie wenig wirksam eine reine Geldmengenpolitik geworden ist.

¹⁾ Vorausgesetzt wird, daß der Staat seine steuerfinanzierten Ausgaben nicht einschränkt. Diese Voraussetzung scheint realistisch zu sein.

4. Sekundärliquiditätscharakter und Besitzverteilung

Berührt die Einstellung der Besitzer von Staatspapieren deren Sekundärliquiditätscharakter? Es gibt Wirtschaftssubjekte, die Staatspapiere aus spekulativen Gründen halten. Andere wiederum sehen in Staatspapieren eine lohnende und vor allem sichere Vermögensanlage. Es ist nun die Frage, ob sich die bisher erzielten Ergebnisse stark verändern, wenn man diese Gesichtspunkte mitberücksichtigt. Die folgenden Ausführungen stützen sich zum Teil auf die Untersuchungen von M. Levy ¹). Levy unterscheidet zwischen zwei Gruppen von Staatspapierbesitzern, der konjunktur- und der trend-bestimmten Gruppe. Darunter versteht Levy folgendes. Die konjunktur-bestimmte Gruppe kauft und verkauft Staatspapiere je nach der allgemeinen Konjunkturlage, und zwar prozyklisch. Die trend-bestimmte Gruppe hält Staatspapiere als Vermögen und akkumuliert Vermögen in Form von Staatspapieren ohne Bezug auf die allgemeinen Konjunkturbewegungen. Jede der beiden Gruppen umfaßt vier bzw. fünf Untergruppen, deren statistische Reihen Levy verfolgt. Die Zusammenfassung der neun Untergruppen zu den zwei Obergruppen rechtfertigt Levy durch das Ergebnis seiner statistischen Untersuchungen, die auf der multiplen Korrelationsrechnung basieren ²).

Zur trend-bestimmten Gruppe zählen "mutual saving banks, insurance companies, individual holdings of saving bonds, state and local government and miscellaneous investors" ³). Zur konjunktur-bestimmten Gruppe gehören: "Federal Reserve Banks, commercial banks, non-financial corporations and individual holdings other than saving bonds" ⁴). Als repräsentative Typen für jede der beiden Gruppen wählt

¹) M. Levy, Cycles in Government Securities, I. Federal Debt and Its Ownership, New York 1962 (im folgenden: Levy I); II. Determinants of Changes in Ownership, New York 1965 (im folgenden: Levy II)

²) M. Levy, I., a.a.O., S. 66 und 67

³) M. Levy, I. a.a.O., S. 67

⁴) M. Levy, I. a.a.O., S. 73. Levy zählt die Federal Reserve Banks zur konjunktur-bestimmten Gruppe. In dieser Arbeit wird die Zentralbank jedoch nicht zu dieser Gruppe gerechnet, da sie eine Sonderstellung einnimmt, die sich aus ihrer Bedeutung für den Wechsel der Gläubigergruppen ergibt. In II. Determinants of Changes in Ownership rechnet auch Levy die Federal Reserve Banks nicht mehr zur konjunktur-bestimmten Gruppe. Vgl. M. Levy II, a.a.O., S. 8.

Levy die "mutual saving banks" für die trend-bestimmte Gruppe und die "commercial banks" für die konjunktur-bestimmte Gruppe ¹⁾. Die Motive beider Gruppen sollen näher erläutert werden ²⁾.

4.1. die konjunktur-bestimmte Gruppe

Im Portefeuille der Vertreter dieser Gruppe befinden sich in der Hauptsache kurzfristige Papiere mit einer Laufzeit unter einem Jahr und mittelfristige Papiere mit einer Laufzeit zwischen einem und fünf Jahren. Die Vertreter dieser Gruppe sind die Partner der Zentralbank bzw. des Schatzamtes bei den kurzfristigen Geldmarktoperationen. Levy behauptet, daß die Geschäftsbanken und die anderen Vertreter dieser Gruppe dem Schatzamt ihre Wünsche aufzwingen würden. Das Schatzamt sei zwar der Organisator dieses Marktes für kurzfristige Staatspapiere, die Initiative gehe jedoch von der Seite der Vertreter der konjunktur-bestimmten Gruppe aus ³⁾. Die Wünsche und Motive dieser Gruppe werden bestimmt von hohem Gewinnstreben und hoher Risikobereitschaft. Die Gruppe kauft und verkauft je nach Marktlage, ohne allzu langfristige Planung. Es ist wichtig festzuhalten, daß gerade die Staatspapiere, die nach den Ergebnissen der bisherigen Überlegungen zur Sekundärliquiditätsmenge zu zählen sind, von einer Gruppe gehalten werden, deren Motive so beschaffen sind, daß eine destabilisierende Wirkung vom Verhalten der Gruppe ausgeht.

Wenn es gelingen würde, gerade diese Gruppe zum Kauf von Staatspapieren zu veranlassen, die nicht zur Sekundärliquidität gehören, so wäre schon von hier aus eine stabilisierende Wirkung zu verzeichnen. Solange jedoch diese Gruppe ohne Kontrolle über die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität entscheiden kann, werden konjunkturelle Schwankungen durch gleichgerichtete Schwankungen der zirkulierenden Geldmenge verstärkt, die aus der Sekundärliquiditätsmenge ergänzt wird.

¹⁾ M. Levy, I., a.a.O., S. 112

²⁾ M. Levy hat im I. Teil seines Buches diese Motive nur angedeutet, während der II. Teil ganz der Untersuchung der Motive gewidmet ist.

³⁾ M. Levy, I., a.a.O., S. 113

4.2. Die trend-bestimmte Gruppe

Die Charakteristika der Vertreter dieser Gruppe sind nach Levy ¹⁾ geringe Nachfrage nach Liquidität, langfristige Investitionspläne, Streben nach hoher Sicherheit bzw. geringe Risikobereitschaft und der Wunsch nach einem angemessenen Ertrag aus den Staatspapieren. Das Portefeuille des typischen Vertreters dieser Gruppe enthält überwiegend nicht-marktgängige Papiere und Staatspapiere mit langer Laufzeit, also Papiere, die nur begrenzt zur Sekundärliquiditätsmenge gehören. Aus den Motiven dieser Gruppe in der Vergangenheit kann man schließen, daß das Verhalten dieser Gruppe Schwankungen der absoluten Geldmenge vermindert.

Es ist wichtig festzuhalten, daß gerade die Gruppe, deren Verhaltensweise Geldwertstabilität versprechen würde, fast nur Papiere hält, die kaum einen Einfluß auf den Geldwert haben, da sie nicht zur Sekundärliquiditätsmenge gehören.

4.3. Zusammenfassung

Aus den bisherigen Überlegungen ergibt sich, daß die Aussagen über den Sekundärliquiditätscharakter von Staatspapieren nicht revidiert werden müssen. Denn den kurzfristigen Staatspapieren hätte der Sekundärliquiditätscharakter abgesprochen werden müssen, wenn sich gezeigt hätte, daß die Besitzer von kurzfristigen Staatspapieren die Papiere nur selten in Primärliquidität umtauschen. Da sich aber die kurzfristigen Staatspapiere bei der konjunktur-bestimmten Gruppe befinden, trifft das nicht zu. "..., und man kann ganz allgemein sagen, daß die Häufigkeit des Besitzwechsels der Staatstitel mit ihrer Fälligkeit korreliert." ²⁾ Genausowenig mußten die Aussagen über die langfristigen Staatspapiere revidiert werden, da ihre Besitzer schon durch ihr Verhalten bewirken, daß sie ihren eventuell vorhandenen Sekundärliquiditätscharakter verlieren.

¹⁾ M. Levy, I., a.a.O., S. 112

²⁾ H. Weise, a.a.O., S. 137

5. Die Verhaltensweise der Banken

Es bleibt jetzt noch zu untersuchen, ob die Verhaltensweise der Banken, die sich aus ihren verschiedenen Anforderungen an ihre Liquiditätsreserven ergeben ¹⁾, Einfluß auf den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere hat oder nicht. Es wurde angenommen, daß es Banken gibt, die die Sekundärliquiditätsmenge mit zur Grundlage ihrer Giralgeldschöpfung zählen, und andere, die das nicht tun. Dabei bezogen sich die Aussagen über die Wirkungen dieser Verhaltensweisen auf die Gesamtliquidität immer auf das gesamte Bankensystem. Es muß auch hier darauf hingewiesen werden, daß die Überlegungen gesamtwirtschaftlich zu sehen sind, und daß die Aufteilung der Primärliquiditätsmenge auf Bankensektor und Private als konstant betrachtet wird. Eine weitere Verhaltensweise der Banken spielte noch eine Rolle. Es wurden nämlich bei der Erörterung über den Zusammenhang von Restlaufzeit und Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere untersucht, welche Bedeutung die Länge der Finanzplanung der Banken auf den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere hat. Dabei handelte es sich um den Zusammenhang zwischen dem Zeitraum, den die Banken vorausplanen, und der Restlaufzeit der Staatspapiere. Beide Aspekte sollen hier zusammenfassend berücksichtigt werden.

5.1. Die Finanzplanung der Geschäftsbanken

Es war davon ausgegangen worden, daß die Banken ihre Finanzpläne jeweils ein Jahr im voraus aufstellen. Als Gründe dafür wurden angegeben, daß die Banken die saisonalen Schwankungen, die etwa zu Lohn-, Gehalts- oder Steuerterminen oder zur Urlaubszeit, Weihnachten, Schlußverkaufszeitpunkten etc. verschieden

¹⁾ Die verschiedenen Anforderungen an die eigenen Liquiditätsreserven der Banken, die sich aus der unterschiedlichen Risikobereitschaft und den ungleichen Erwartungen der Banken ergeben, wurden im 5. Abschnitt des 5. Kapitels behandelt. Dort wurden sie in Form der Symbole k , a und d mit in die Gleichung der Gesamtliquidität aufgenommen.

hohe Barkassenbestände erfordern, in ihre Planungen einbeziehen, und daß die Planungsperiode mit der Geschäfts- und Bilanzperiode übereinstimmen wird¹⁾). Aus dieser Annahme ergab sich die Folgerung, daß alle Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr zur Sekundärliquidität zu zählen sind.

Für die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität sind für das gesamte Bankensystem nur die gerade fällig werdenden Papiere und die zentralbankfähigen Schatzwechsel relevant. Wenn also die zirkulierende Geldmenge in einem bestimmten Zeitpunkt durch Umwandlung von Sekundärliquidität in Zentralbankmittel ausgeweitet werden soll, damit die Nachfrage steigen kann²⁾, so kommen dafür nur Schatzwechsel und am gleichen Tag fällig werdende Staatspapiere in Betracht. Der Rest der Papiere beeinflußt das jetzige Verhalten in Bezug auf die Kassenhaltung nur insofern, als die Banken insgesamt eher bereit sein werden, heute einen Teil der Kasse aufzugeben, wenn sie wissen, daß sich ihre Kassen in drei Wochen durch das Fälligwerden von Staatspapieren wieder füllen. Wenn keine bald fällig werdenden Staatspapiere, also Sekundärliquidität, vorhanden gewesen wäre, hätten die Käufe oder die Kreditvergabe unterbleiben müssen. Diese Überlegung zeigt, daß die Länge der Planungsperiode nur einen gewissen Einfluß auf die Möglichkeiten der Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität hat. Wohl aber wirkt sich die Länge der Planungsperiode auf die Kreditvergabe der Banken aus und entscheidet maßgeblich mit über den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge.

5.2. Das Verhalten der Banken

Es sind je nach den höheren oder geringeren Anforderungen an die eigene Liquidität der Banken zwei Verhaltensweisen zu unterscheiden. Entweder gewährte eine Bank zusätzliche Kredite nur auf der Grundlage ihres Bargeldbestandes, weil sie eine geringe Risikobereit-

¹⁾ Vgl. hierzu die allgemeinen Überlegungen zur Finanzplanung von: E. Schmalenbach, Die Aufstellung von Finanzplänen, Leipzig 1940; Besonders die Finanzpläne für einzelne Branchen, S. 28-55. Spezielle Überlegungen für Banken finden sich bei: W. Kalveram, H. Günther, a.a.O., S. 267/68

²⁾ Es wird hier unter der Annahme argumentiert, daß die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität die einzige Möglichkeit zur weiteren Ausdehnung der nachfragewirksamen Primärliquiditätsmenge ist.

schaft, hat, negative Erwartungen hegt und daher hohe Anforderungen an die eigene Liquidität stellt, oder die Bank gewährt zusätzliche Kredite auf der Basis ihres Bargeldbestandes und ihres Bestandes an Sekundärliquidität, weil sie die wirtschaftliche Entwicklung günstiger beurteilt und daher geringere Sicherheitsanforderungen an die eigene Liquidität stellt. Die beiden Verhaltensweisen spiegeln sich in den Gleichungen (5) und (6), die die Bestimmungsgründe für die Höhe des Kreditplafonds wiedergeben.

Gewähren die Banken nur auf der Grundlage ihres Zentralbankmittelbestandes Kredit, so haben nur gerade fällig gewordene Staatspapiere oder Schatzwechsel Bedeutung. Denn nur sie lassen sich sofort in zusätzliche Zentralbankmittel umwandeln, auf deren Grundlage zusätzliche Kredite vergeben werden können. Ein hoher Sekundärliquiditätsbestand wird aber auch in diesem Falle ein der Kreditvergabe freundliches Klima schaffen¹⁾.

Geben die Banken zusätzliche Kredite auf der Basis ihres Bargeld- und Sekundärliquiditätsbestandes, so haben die Länge der Planungsperiode und die erwartete Risikoverteilung innerhalb der Periode einen erheblichen Einfluß auf die Kreditvergabe und damit auf die mögliche Ausdehnung der Nachfrage. Als Grundlage für diese Überlegungen dient Gleichung (11), wobei vorausgesetzt wird, daß sich die gesamte Sekundärliquiditätsmenge im Bankensektor (SL_B) befindet.

$$(11) \quad GL = M_z + M_{nz} + (1-k)d(M_B + SL_B) + (TE + SE) \quad 2)$$

Da die gesamte Liquidität in Verbindung mit der konstanten Umlaufgeschwindigkeit die Obergrenze der möglichen Ausdehnung der Nachfrage darstellt und da die Gesamtliquidität von der Größe SL_B wesentlich mitbestimmt wird, ist der Frage einige Bedeutung beizumessen.

¹⁾ Die Verhaltensweise dürfte unrealistisch sein. Sie wurde nur angeführt, um noch einmal die traditionelle Ansicht zu zeigen.

²⁾ In Gleichung (11) sind in den Größen k und d die Vorstellungen der Banken über Risikoentwicklung und Verteilung der Spitzenbeanspruchung innerhalb der betrachteten Periode erfaßt. Vgl. zur Bedeutung der Sekundärliquidität auf den Einfluß der Unsicherheit für die Kassenhaltung: D. Orr, W.G. Mellon, a.a.O., S. 620 für die einzelne Bank bzw. S. 621 für das Bankensystem.

Da sich die Wirkung auf die Höhe der Gesamtliquidität noch durch den Faktor d verstärkt, der die Einflüsse des Mindestreserve- und Barabhebungssatzes, sowie der gesamten Liquiditätsvorstellungen des Bankensystems zusammenfassend wiedergibt, zeigen diese Überlegungen, daß der Länge der Planungsperiode einige Bedeutung zukommt. Da keine genau verifizierbaren Aussagen über die Länge der Planungsperiode möglich sind, muß man sich für die wahrscheinlichste entscheiden. Dabei muß man sich aber der Unsicherheit bewußt bleiben.

III. Teil Die Wirkungen und Maßnahmen des Debt Managements.

Nachdem die Frage des Sekundärliquiditätscharakters der Staatspapiere geklärt wurde, sollen jetzt die im vorhergehenden Kapitel gewonnenen Erkenntnisse über die Bedeutung der Sekundärliquidität für die Gesamtliquidität und für den Geldwert unter diesem Gesichtspunkt betrachtet werden. Insbesondere soll jetzt der Einfluß der Mittel des Debt Managements auf den Sekundärliquiditätscharakter der Staatspapiere untersucht werden.

Zwei Aspekte des Sekundärliquiditätscharakters der Staatspapiere müssen dabei unterschieden werden. Es handelt sich um zwei eng verknüpfte Wirkungen der Mittel des Debt Managements. Die Mittel wirken nämlich auf die Menge der Sekundärliquidität ein und beeinflussen gleichzeitig noch die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität. Die Veränderung der Umwandlungsmöglichkeiten ergibt sich hauptsächlich durch Verschiebungen zwischen Gruppen von Staatspapieren mit verschiedenem Liquiditätsgrad innerhalb der Sekundärliquiditätsmenge.

Beide Einflüsse, auf die Menge der Sekundärliquidität und auf die Umwandlungsmöglichkeiten, hängen sehr eng miteinander zusammen. Trotzdem erscheint es besser, beide Wirkungen getrennt, d.h. nacheinander, zu behandeln. Es ist also möglich, daß ein Instrument des Debt Managements auf die Menge der Sekundärliquidität keinen oder nur einen sehr geringen Einfluß hat, dafür aber die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität erheblich verbessern oder verschlechtern kann.

Debt Management und Geldpolitik können kontraktiv oder expansiv eingesetzt werden. Zunächst soll der kontraktive Einsatz der Mittel diskutiert werden. Im 8.Kapitel folgt dann die Untersuchung des expansiven Einsatzes beider Instrumentarien.

7. Kapitel Kontraktive Geldpolitik und Debt Management

Eine kontraktive Politik empfiehlt sich, wenn ein Nachfrageüberhang die konjunkturelle Stabilität gefährdet. Im Folgenden soll geprüft werden, welche Mittel dem Debt Management zur Bekämpfung der

Konjunkturüberhitzung zur Verfügung stehen und welche Auswirkungen die Anwendung dieser Mittel auf die Sekundärliquiditätsmenge, die Umwandlungsmöglichkeiten, die Gesamtliquidität, den Geldwert und die Wirksamkeit der Geldpolitik haben.

Es muß hier noch einmal ausdrücklich darauf hingewiesen werden, daß bei allen Ableitungen und Schlußfolgerungen über den Einfluß der einzelnen Maßnahmen auf den Geldwert unterstellt wird, daß schon eine kontraktive Geldpolitik betrieben wird, daß die effektive Nachfrage zum Steigen tendiert, daß also der Wunsch sehr groß ist, Sekundär- in Primärliquidität umzuwandeln und daß die zusätzliche Primärliquidität zu zirkulierender Geldmenge und damit zu wirksamer Nachfrage wird. "Aggregate demand increases when the quantity of financial assets increases."¹⁾ Das Handelsvolumen soll kurzfristig konstant bleiben.

1. Die Zinsausstattung

Es kann von vornherein gesagt werden, daß eine Erhöhung des Zinses für Staatspapiere die Bereitschaft der Kreditgeber erhöht, Staatsanleihen zu zeichnen, bzw. in den Umtausch der alten in eine neue Anleihe einzuwilligen.

Allerdings wird diese positive Tendenz dadurch etwas abgeschwächt, daß in der Hochkonjunktur bei Nachfrageüberhang die Rendite des für Investitionen eingesetzten Kapitals relativ hoch ist. Dadurch verringert sich die Bereitschaft, neue Staatspapiere zu kaufen, selbst wenn sie mit einem höheren Zins als bisher ausgestattet sind. Es genügt also nicht, den Zins nur gegenüber dem früheren Zins für Staatspapiere zu erhöhen. Man muß auch noch die Konkurrenz der erhöhten Investitionsrendite mit einkalkulieren. "... the public must be induced to buy and hold Treasury securities by their attractiveness relative to ... competing investments."²⁾

¹⁾ A.E. Jasay, a.a.O., S. 171

²⁾ Report on Money and Credit, S. 100

1.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge

Die Ersatzemissionen entziehen dem Kreislauf kein Geld. Sie verhindern jedoch, daß durch die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität zusätzliches Geld in die Wirtschaft einströmt. Nun wurde schon gezeigt, daß in einer Phase der kontraktiven Geldpolitik ohne entsprechende Reaktion des Debt Managements die attrition rates der Ersatzemissionen relativ hoch liegen. Dadurch strömt über den Umweg kurzfristiger Liquidität in Form von Schatzwechseln oder auch direkt zusätzliche Primärliquidität in die Wirtschaft ein.

Die Erhöhung der attrition rates war festzustellen, wenn das Debt Management nicht aktiv eingriff, wenn es sich nur an fiskalischen Zielen orientierte und versuchte, die Anleihe so billig wie möglich auf dem Markt unterzubringen. Jetzt wird ein aktives Eingreifen des Debt Managements unterstellt. Es wird von den fiskalischen Zielsetzungen abgegangen und allgemeine Konjunkturpolitik betrieben, indem versucht wird, den Geld- und Kapitalmarktzins zu beeinflussen. Dieses Verhalten bewirkt eine Verringerung der attrition rates. Denn für einen Zinssatz, der höher liegt als der herrschende Kapitalmarktzins, sind Anleger, die nicht real investieren wollen, wobei sie zwar eine höhere Verzinsung erzielen würden, dafür aber auch ein höheres Risiko in Kauf nehmen müßten, durchaus bereit, neue Anleihen zu zeichnen. Die Entscheidungen über Realinvestitionen mit hoher Rendite und hohem Risiko und Anlage des Kapitals in Staatspapieren mit erhöhtem Zins und geringerem Risiko, fällt zugunsten der Anlage in Staatspapieren aus. Daher kann man der Zinserhöhung folgende positive Wirkung zuschreiben. Während bei einer passiven, nach den fiskalischen Zielen ausgerichteten Politik und kontraktiver Geldpolitik die attrition rates relativ hoch sind, was eine Ausweitung der Sekundär- bzw. Primärliquidität zur Folge hat, kann ein aktiver Einsatz der Zinserhöhung als Mittel des Debt Managements dies verhindern, wenn die Zinserhöhung attraktiv genug ist, um die bisherigen Anleger oder neue Käufer zum Ankauf der Ersatzemission zu veranlassen.

Die Verringerung der attrition rates hat bei lang- und kurzfristigen Staatspapieren verschiedene Wirkungen. Bei auslaufenden langfristigen Papieren, die zur Sekundärliquiditätsmenge zählen, bedeu-

tet sie eine Verringerung der Sekundärliquiditätsmenge, da die Ersatzanleihe nicht mehr zur Sekundärliquiditätsmenge zählt. Bei kurzfristigen Staatspapieren bedeutet sie eine Konstanterhaltung der Sekundärliquiditätsmenge, während sonst Sekundär- in Primärliquidität umgewandelt worden wäre, d.h. die Sekundärliquiditätsmenge hätte sich ebenfalls verringert aber zugunsten der Primärliquiditätsmenge.

Nun sollen noch die Kursschwankungen, die durch die Zinserhöhung verursacht werden, näher analysiert werden. Die Überlegungen wurden schon früher kurz dargestellt. Stattet der Staat eine Ersatzanleihe mit höherem Zins aus als die bisherigen Anleihen, so erleiden die noch ausstehenden Staatspapiere wegen der Angleichung der Realverzinsung einen Kursverlust. Dies wurde als Liquiditätseffekt einer Zinserhöhung bezeichnet. Es bleibt jedoch zu untersuchen, welche Bedeutung der Liquiditätseffekt für die Sekundärliquiditätsmenge hat.

Unterscheidet man zwischen Staatspapieren mit und ohne Sekundärliquiditätscharakter, so kommt man zu folgenden Aussagen. Die lang- und mittelfristigen Papiere mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr, die die Gruppe der Staatspapiere ohne Sekundärliquiditätscharakter bilden, werden auf die Zinserhöhung am stärksten mit Kursrückgängen reagieren, da ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe der Zinsschwankung, Länge der Restlaufzeit und dem Ausmaß der Kursschwankung besteht. Der Wert dieser Papiere verringert sich durch den Kursrückgang. Die individuelle Liquidität des einzelnen Wirtschaftssubjektes sinkt. Die Gesamtliquidität verändert sich jedoch nicht, da sich an der Fähigkeit der Volkswirtschaft, aus Sekundär- Primärliquidität zu schaffen, nichts geändert hat.¹⁾

Betrachtet man nun die Staatspapiere mit Sekundärliquiditätscharakter, so zeigen sich erhebliche Unterschiede. Zwar verringert sich auch bei diesen Papieren der Kurswert, aber in viel geringerem Umfang, als das bei den lang- und mittelfristigen Papieren der Fall war. Die Sekundärliquiditätsmenge besteht aus Staatspapieren unterschiedlichen Liquiditätsgrades, die aber trotzdem alle die Fähig-

¹⁾ Rechnet man die Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr zur Tertiärliquidität, so sinkt durch den Kursrückgang die Tertiärliquidität. Da aber die Tertiärliquidität laut Definition nicht zur Gesamtliquidität gehört, wird die Gesamtliquidität davon nicht berührt.

keit haben, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können. Die durch die Zinserhöhung verursachten Kursschwankungen werden innerhalb der Sekundärliquiditätsmenge bei den Staatspapieren mit dem geringsten Liquiditätsgrad am höchsten, und bei den Staatspapieren mit dem höchsten Liquiditätsgrad am geringsten sein.

Man kann daher zusammenfassend über den Liquiditätseffekt einer Zinserhöhung sagen, daß sich die quantitativen Auswirkungen des Liquiditätseffektes am stärksten bei den lang- und mittelfristigen Staatspapieren bemerkbar machen.

Eine Einflußnahme der Zinserhöhung auf die Sekundärliquiditätsmenge ist nur dadurch möglich, daß sich die attrition rates verringern, nicht jedoch über Kurssenkungen der zur Sekundärliquidität zählenden Staatspapiere.

1.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Nachdem bisher der Einfluß der Zinserhöhung für Staatspapiere auf die Menge der Sekundärliquidität untersucht wurde, soll jetzt der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten und auf den Geldwert näher analysiert werden. Man geht dazu am besten von Gleichung (11) aus, die die Beziehung zwischen der Gesamtliquidität und deren Komponenten wiedergibt. Sie beruht auf der Annahme, die Banken würden ihre Kreditschöpfung auf der Basis ihres Sekundärliquiditäts- und Bargeldbestandes durchführen.

$$(11) \quad GL = M_Z + M_{nz} + (1-k)d(M_B + SL_B) + SL_P + (TE + SE)$$

Der Nachfrageüberhang wirkt sich auf die Größen der Gleichung (11) wie folgt aus. Die nicht-zirkulierende Geldmenge M_{nz} , die sich in normalen Konjunkturlagen aus der als Restgröße definierten Geldmenge M_{nz}^R und der wegen Liquiditätsgründen gehaltenen Geldmenge M_{nz}^L zusammensetzt, wird in dieser Situation fast ausschließlich aus M_{nz}^L bestehen, während M_{nz}^R auf null reduziert wurde, um die zirkulierende Geldmenge zu erweitern und damit die Nachfrageausdehnung zu ermöglichen. Die Größe k , der Ausnutzungsgrad des Kreditplafonds, wird in dieser konjunkturellen Situation nahezu seinen Maximalwert erreicht haben, wie das aus dem früher Gesagten hervorgeht.

Läßt man zunächst die Aufteilung der Sekundärliquiditätsmenge auf Banken und Private außer acht, da diese Wirkungen im 4. Abschnitt behandelt werden, so kann eine Ausdehnung der zirkulierenden Geldmenge nur noch durch eine Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität erfolgen. Die Ausweitung der zirkulierenden Geldmenge ist aber eine Grundvoraussetzung dafür, daß sich die effektive Nachfrage noch weiter erhöhen kann. Daher ist es wichtig zu untersuchen, ob tatsächlich Sekundär- in Primärliquidität umgewandelt wird oder ob die Zinserhöhung das nicht verhindern kann, und auf eine Verminderung des Umtausches von Sekundär- in Primärliquidität hinwirkt. Man kann zunächst einige Aussagen über die Größe von l , dem prozentualen Anteil der aus Liquiditätsgründen gehaltenen Primärliquidität an der absoluten Geldmenge machen, und kommt dabei zu negativen Auswirkungen in Form einer Erhöhung der zirkulierenden Geldmenge. l steuert die Höhe der aus Liquiditätsgründen gehaltenen nicht-zirkulierenden Geldmenge. l hängt mit vom Zins ab. Dabei wird l kleiner, wenn der Zins und die Zinserwartungen steigen. l sinkt deshalb in dieser Situation. Die quantitative Bedeutung dieser Wirkung der Zinserhöhung dürfte jedoch gering sein, da der Zins und die Zinserwartungen nur eine Bestimmungskomponente für l sind und l außerdem relativ klein ist. Dadurch können aufgrund der Zinserhöhung keine hohen Beträge zur Umwandlung von nicht-zirkulierender in zirkulierende Geldmenge freigesetzt werden.

Wendet man sich jetzt noch dem Nachfrageaspekt zu, so ergeben sich zusätzliche Modifikationen. Es wird ein Wachstum der Nachfrage unterstellt. Die Situation ist dadurch gekennzeichnet, daß die Zunahme der Nachfrage durch eine dauernde Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität ermöglicht wird. Die Sekundärliquiditätsmenge wird aus den verschiedenen Quellen wieder ergänzt. Dann kann man davon ausgehen, daß die Zinserhöhung für Sekundärliquidität die Kosten der Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität erhöht hat. Der Zinsverlust, den man beim Umtausch in Kauf nehmen muß, wurde höher. Durch die Zinserhöhung für die Sekundärliquidität wird daher erreicht, daß einerseits die aus Liquiditätsgründen gehaltene Kasse sinkt, andererseits aber der Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität wegen der damit verbundenen erhöhten Zinsverluste verringert wird. Man kann daher als Ergebnis

ein verringertes Wachstum der zirkulierenden Geldmenge und damit der effektiven Nachfrage konstatieren. Für den Geldwert bedeutet das eine Tendenz zur Stabilisierung.

Als weiterer Aspekt der Zinserhöhung muß noch die Wirkung über das Gesamtbudget berücksichtigt werden. Der Staat kann seine übrigen Ausgaben einschränken, sodaß das Budget die gleiche Höhe hat. Die Ausgabenrichtung verändert sich jedoch, da die Zinsempfänger wohl eine niedrigere Ausgabenneigung besitzen als die Wirtschaftssubjekte, denen die Staatsausgaben ohne die Zinserhöhung zugefallen wäre. Insgesamt dürfte in diesem Fall eine restriktive Wirkung zu registrieren sein. Erhöht der Staat jedoch seine Ausgaben im Umfang der Zinserhöhung und finanziert er die zusätzlichen Ausgaben durch Steuern, so ist die Wirkung tendenziell neutral. Eine expansive Tendenz dürfte sich bemerkbar machen, wenn der Staat diese zusätzlichen Ausgaben durch Zentralbankkredite oder durch zusätzliche Bankkredite finanziert.

1.3. Die Unterstützung der Geldpolitik

Für das Verhältnis von Debt Management und Geldpolitik kann für dieses Mittel folgendes festgehalten werden. Während bei passivem Verhalten des Debt Managements eine kontraktive Geldpolitik mit einem erhöhten Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität erwidert wird, kann das Debt Management durch eine Zinserhöhung zumindest das Wachstum der Primärliquiditätsmenge verringern. Dabei sind drei Aspekte zu berücksichtigen.

1. Die Zinserhöhung verhindert ein Anwachsen der attrition rates, mit dem die kontraktive Geldpolitik normalerweise kompensiert wird. Dadurch verringert sich der Zuwachs an Primärliquidität.
2. Aufgrund der Zinserhöhung verringert sich die aus Liquiditätsgründen gehaltene Geldmenge. Dadurch wird nicht-zirkulierende in zirkulierende Geldmenge umgewandelt. Die quantitative Bedeutung dieses Vorganges dürfte jedoch gering sein.
3. Der Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität wird verteuert und aus diesem Grunde auch verringert.

2. Laufzeitveränderungen

Bei den Überlegungen des vorhergehenden Abschnittes wurde von einer Konstanz der Laufzeit ausgegangen, um die reinen Zinswirkungen herausarbeiten zu können. Diese Voraussetzung wird jetzt aufgegeben. Es sollen die Wirkungen von Laufzeitveränderungen untersucht werden. Dabei wird unterstellt, daß die Zinsen konstant bleiben. Es werden noch zwei weitere Annahmen gemacht. Zum ersten soll sich die Verteilung der Staatspapiere auf die einzelnen Gläubigergruppen nicht ändern. Zweitens soll der Staat keine Kurspflege betreiben.

2.1. Die durchschnittliche Laufzeit

Der Begriff der durchschnittlichen Laufzeit wurde als gewogenes arithmetisches Mittel der Laufzeiten der einzelnen Anleihen definiert. Dividiert man die gesamte Staatsschuld durch die durchschnittliche Laufzeit, so erhält man einen Anhaltspunkt über den jährlich fälligen Tilgungsbetrag, wenn man eine gleichmäßige zeitliche Verteilung der Fälligkeit der Staatsschuld unterstellt. Der Quotient stimmt nicht genau mit dem jährlich fälligen Tilgungsbetrag überein, da zur Berechnung der durchschnittlichen Laufzeit ein anderer mathematischer Ansatz gewählt wird wie zur Berechnung der Tilgungsbeträge ¹⁾. Trotz dieser formalen Mängel kann die durchschnittliche Laufzeit als Richtschnur für die jährlich fällig werdenden Tilgungsbeträge dienen.

Bei konstanter Höhe der gesamten Staatsschuld weist eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit auf eine Verringerung der jährlichen Tilgungsraten hin. Das bedeutet eine Einschränkung des Zuwachses an Sekundärliquidität. Eine Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit verursacht eine Erhöhung des jährlich fällig werdenden Tilgungsbetrages. Der Zuwachs an Sekundärliquidität erhöht sich. "Further shortening of the debt results in increased liquidity" ²⁾.

¹⁾ Eine formale Gleichheit stellt sich nur ein, wenn alle Anleihen die gleiche Laufzeit haben. Die Laufzeiten können auch gegeneinander verschoben sein.

²⁾ Report on Money and Credit, S. 102

2.2. Der Verjüngungsprozeß der Staatsschuld

Die Sekundärliquiditätsmenge besteht nach den bisherigen Überlegungen aus zwei Teilen, den Schatzwechselln und den Staatspapieren mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr. Der zweite Teil der Sekundärliquiditätsmenge soll untersucht werden. Er besteht aus Staatspapieren, die nur noch wenige Tage von ihrem Fälligkeitstermin entfernt sind, und aus Staatspapieren, die gerade zur Sekundärliquiditätsmenge hinzukommen, weil sich ihre Restlaufzeit auf weniger als ein Jahr verringerte. Dieser Teil der Sekundärliquiditätsmenge verringert sich kontinuierlich, weil Staatspapiere getilgt werden und aus der Sekundärliquiditätsmenge ausscheiden. Gleichzeitig aber wächst die Sekundärliquiditätsmenge ebenfalls kontinuierlich, da immer neue Staatspapiere sich ihrem Fälligkeitstermin bis auf ein Jahr nähern. Das Verhältnis von Zu- und Abgang bestimmt über die Entwicklung der Sekundärliquiditätsmenge.

Das Wachsen der Sekundärliquiditätsmenge, das dadurch verursacht wird, daß immer neue Papiere sich ihrem Fälligkeitstermin bis auf ein Jahr nähern, soll im folgenden als Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge in Folge des Verjüngungsprozesses der Staatsschuld bezeichnet werden. Der Zusammenhang zu den Überlegungen des vorhergehenden Abschnittes läßt sich leicht herstellen. Das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge in Folge des Verjüngungsprozesses wird umso stärker sein, je geringer die durchschnittliche Laufzeit ist. In diesem Fall sind bei konstanter Höhe der Staatsschuld die jährlichen Tilgungsbeträge hoch. Das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge in Folge des Verjüngungsprozesses ist umso geringer, je länger die durchschnittliche Laufzeit ist.

2.3. Die Bedeutung der Tilgungsmethoden

Auf die Wichtigkeit der Tilgungsmethoden wurde schon früher kurz hingewiesen. Hier soll genauer darauf eingegangen werden. Man kann drei Formen der Tilgung unterscheiden.

Methode (1) : Die Tilgung der gesamten Anleihe erfolgt am Ende der Laufzeit ¹⁾.

Methode (2) : Die Anleihe wird kontinuierlich jedes Jahr getilgt. Dabei ergibt sich der jährliche Tilgungsbetrag als Quotient aus Anleihebetrag und Anzahl der Jahre, die die Anleihe laufen soll. Dies sind die beiden reinen Formen der Tilgung. Heute ist eine Mischform üblich.

Methode (3) : Die ersten Jahre der Laufzeit wird keine Tilgung vorgenommen. Anschließend wird jährlich ein bestimmter Betrag getilgt. Dieser ergibt sich als Quotient aus Anleihebetrag und der Anzahl der Jahre, in denen getilgt wird ²⁾.

Anleihen, die mit dem Recht auf vorzeitige Kündigung durch den Staat versehen sind, werden vom Zeitpunkt der Kündigung an zu Sekundärliquidität. Die mit diesem Recht ausgestatteten Anleihen spielen aber bei konstanter Höhe der Staatsschuld kaum eine Rolle. Für die Fiscal Policy haben sie jedoch eine große Bedeutung ³⁾. Für die folgenden Aussagen über die Entwicklung der Sekundärliquiditätsmenge wird unterstellt, daß die durchschnittliche Laufzeit der gesamten Staatsschuld mit Ausnahme der betrachteten Anleihe konstant bleibe. Dann verändern sich auch die jährlichen Tilgungsbeträge nicht und die Entwicklung der Sekundärliquiditätsmenge hängt nur noch von den Tilgungsmodalitäten der betrachteten Anleihe ab.

Für die Sekundärliquiditätsmenge hat die Wahl der Tilgungsmethode eine erhebliche Bedeutung. Wird nach der ersten Art getilgt, am Ende der Laufzeit, so beeinflußt diese Anleihe die Sekundärliquiditätsmenge die ganzen Jahre ihrer Laufzeit hindurch nicht, wenn man unterstellt, daß keine Kurspflege erfolgt. Im letzten Jahr der Laufzeit wächst die Sekundärliquiditätsmenge stark an. Dies kann je nach der konjunkturellen Lage unterschiedlich wirken.

¹⁾ Vgl. H. Timm, Anleihen, öffentliche, in: H d S W Bd.1, S. 203. Timm bezeichnet Methode (1) als "Anleihen mit fest terminierter Gesamtrückzahlung".

²⁾ Vgl. H. Timm, a.a.O., S. 203. Timm verwendet für Methode (2) und (3) den Ausdruck "Anleihen mit Teilrückzahlung".

³⁾ Vgl. H. Timm, a.a.O., S. 204

In einer konjunkturell überhitzten Phase wirkt das Wachstum expansiv. Da man die konjunkturelle Entwicklung meist nicht bis zum Tilgungszeitpunkt voraussehen kann, ist die Wahl dieser Tilgungsmethode sehr wenig vorteilhaft. Man erkaufte den Vorteil eines verringerten Wachstums der Sekundärliquiditätsmenge in Folge des Verjüngungsprozesses mit einem sprunghaften Anwachsen der Sekundärliquiditätsmenge am Ende der Laufzeit der Anleihe.

Die zweite Tilgungsart bewirkt ein kontinuierliches Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge durch den Verjüngungsprozeß der Anleihe ¹⁾. Die Länge der Laufzeit entscheidet über das Ausmaß des Wachstums.

Bei der dritten Tilgungsart zeigen sich die Wirkungen der beiden ersten Methoden. In den ersten tilgungsfreien Jahren vermindert sich das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge in Folge des Verjüngungsprozesses, da die jährlichen Tilgungsbeträge der alten, getilgten Anleihe wegfallen, und keine neuen hinzukommen. Die unter Umständen stark destabilisierenden Wirkungen der ersten Methode werden aber dadurch gemildert, daß sich die Tilgung der Anleihe über den Rest der Laufzeit erstreckt. Der jährliche Zuwachs an Sekundärliquidität ist daher sehr viel geringer als bei der ersten Tilgungsmethode.

2.4. Das Problem des identischen Ersatzes

Wenn eine auslaufende Anleihe durch eine Anleihe ersetzt wird, die denselben Betrag, dieselbe Ausstattung und dieselbe Laufzeit besitzt, so hat das eine kontraktive Wirkung auf die Gesamtliquidität. Die neue Anleihe ist weniger liquide als die auslaufende alte Anleihe. "The reason is that, for example, the replacement of a maturing bond by a new bond does not represent maintenance of the 'status quo'. It represents a lengthening of the maturity structure of debt in the

¹⁾ Dem einzelnen ist bei dieser Tilgungsform nicht bekannt, wann sein Papier genau getilgt wird. Da aber der Sekundärliquiditätscharakter dieser Staatspapiere vom Verhalten der Banken abhängig ist und die Banken Großanleger sind, kommt bei ihnen das Gesetz der großen Zahl, d.h. die Wahrscheinlichkeit zur Geltung, sodaß sie trotzdem annehmen können, daß aus ihrem Portefeuille jährlich bestimmte von der Laufzeit abhängige Beträge fällig werden.

hand of public, the replacement of a liquid short-term security with a long-term one. Such a refunding is a drain on the funds available to the capital market; it tends to push up longterm interest rates and to reduce the liquidity of investors; it has a contractive effect on the economy" ¹⁾.

Es gibt keine Möglichkeit, die ökonomischen Wirkungen einer auslaufenden Anleihe zu konservieren. Auch der identische Ersatz kann das nicht. Folglich stellt sich ein kontraktiver Effekt ein. Gleichzeitig ergibt sich aber für die gesamte Staatsschuld durch den Verjüngungsprozeß ein expansiver Effekt. Wenn kontraktiver und expansiver Effekt gleich groß sind, ist die Wirkung neutral. Das bedeutet, in diesem Falle, es ergibt sich eine neutrale Wirkung, wenn die Summe der jährlich fällig werdenden Tilgungsraten konstant bleibt. Die Tilgungsmodalitäten der Ersatzanleihe müssen also entsprechend angepaßt werden.

2.5. Die Wirkungen der Laufzeitverlängerung auf die Sekundärliquiditätsmenge

Nachdem diese Vorfragen geklärt sind, können jetzt die Wirkungen der Laufzeitverlängerung auf die Sekundärliquiditätsmenge untersucht werden. Zuerst werden die Wirkungen bei Schatzwechseln und kurzfristigen Staatspapieren, dann bei mittel- und langfristigen Anleihen behandelt.

2.5.1. Die Umwandlung von Schatzwechseln und kurzfristigen Anleihen

Schatzwechsel gehören unabhängig von ihrer Restlaufzeit immer zur Sekundärliquidität. Ein Ersatz von Schatzwechseln durch Schatzwechsel verändert daher die Sekundärliquiditätsmenge nicht ²⁾. Ein Ersatz von Schatzwechseln durch kurzfristige Anleihen verringert den Schatzwechselbestand. Man kann jetzt zwei Wirkungen unterscheiden. Entweder steigt der zweite Teil der Sekundärliquiditätsmenge an,

¹⁾ J.M. Culbertson, A Positive Debt Management Program, R E a St 1959, S. 92

²⁾ Diese Aussage gilt nur bei Konstanz der Gläubigerpositionen. Verschiebt sich der Schatzwechselbestand von den Privaten zur Zentralbank, so erhöht sich die Primärliquiditätsmenge.

weil die kurzfristige Ersatzanleihe eine Laufzeit von weniger als einem Jahr hat. Selbst dann ist aber eine Abnahme der Gesamtliquidität zu verzeichnen, da der zweite Teil der Sekundärliquiditätsmenge einen geringeren Liquiditätsgrad hat als die Schatzwechsel. Diese Wirkung ist jedoch quantitativ wenig bedeutend, da auch der zweite Teil der Sekundärliquiditätsmenge die Fähigkeit besitzt, zusätzliches Geld schaffen zu können. Es handelt sich nur um eine Verschiebung des Liquiditätsgrades innerhalb der Sekundärliquiditätsmenge. Die kurzfristige Anleihe kann aber auch eine Laufzeit von mehr als einem Jahr haben. Dann vermindert sich die Sekundärliquiditätsmenge. Sie steigt erst wieder, wenn sich die Restlaufzeit der kurzfristigen Anleihe auf weniger als ein Jahr vermindert hat. Die Verminderung der Sekundärliquiditätsmenge ist deshalb von kurzer Dauer. Dazu meint H. Simons: "There is little hope for sound monetary-fiscal policy under representatives governments, if our representatives persist in confusing everybody, including especially themselves, by issuing moneys, practically moneys, and near money under other names" ¹⁾.

Bei einem Ersatz von Schatzwechseln durch eine mittelfristige Anleihe vermindert sich der erste Teil der Sekundärliquiditätsmenge. Der zweite Teil der Sekundärliquiditätsmenge wächst erst wieder, wenn die Tilgung der mittelfristigen Anleihe einsetzt. Unterstellt man die Tilgungsmethode (3), so bleibt die Sekundärliquiditätsmenge während der tilgungsfreien Jahre auf dem verminderten Stand und wächst dann in Folge des Verjüngungsprozesses jährlich wieder um einen konstanten Betrag. Die Ausdehnung beschränkt sich jedoch auf den jährlichen Tilgungsbetrag, da der Tilgungsbetrag des Vorjahres inzwischen fällig wurde. Der Nettoeffekt der Einschränkung der Sekundärliquiditätsmenge ergibt sich dann in den Tilgungsjahren als Differenz zwischen Umfang der Anleihe und einem jährlichen Tilgungsbetrag. Da die Höhe des Tilgungsbetrages von der Länge der Laufzeit abhängig ist, wird die Differenz bei mittelfristigen Anleihen und Tilgung nach Methode (3) nicht sehr groß sein.

¹⁾ H. Simons, a.a.O., S. 356

Betrachtet man die Wirkungen eines Ersatzes von Schatzwechseln durch eine langfristige Anleihe, so kommt man zu dem gleichen Ergebnis wie beim Ersatz durch eine mittelfristige Anleihe. Der Unterschied liegt einzig darin, daß die Differenz zwischen Höhe der Anleihe und einer jährlichen Tilgungsrate höher ist. Die restriktive Wirkung ist deshalb größer. H. Simons macht daher den Vorschlag: "Our federal debt should be refunded promptly and totally into currency and consols " ¹⁾. "We have proposed, to repeat, that our debt be wholly and promptly converted into currency and consols, in what ever proportion is requisite for price-level stabilization " ²⁾.

Wendet man sich nun der Umwandlung von kurzfristigen Anleihen zu, so kommt man zu folgenden Überlegungen. Die Umwandlung kurzfristiger Anleihen in Schatzwechsel wirkt expansiv, wie noch gezeigt werden wird. Der Ersatz kurzfristiger Anleihen durch kurzfristige Anleihen hat entweder nur die Wirkung einer Verschiebung des Liquiditätsgrades der Sekundärliquiditätsmenge, wenn die Ersatzanleihe eine Laufzeit von weniger als einem Jahr hat, oder er bewirkt eine kurzfristige Einschränkung der Sekundärliquiditätsmenge ähnlich wie beim Ersatz von Schatzwechseln durch kurzfristige Anleihen.

Der Ersatz kurzfristiger Anleihen durch mittelfristige Anleihen verursacht eine Verringerung der Sekundärliquiditätsmenge, wenn eine Tilgung nach Methode (3) unterstellt wird. In den tilgungsfreien Jahren bleibt die Sekundärliquiditätsmenge um den gesamten Betrag vermindert. Setzt die Tilgung ein, erhöht sich die Sekundärliquiditätsmenge wieder um den jährlichen Tilgungsbetrag. Bei Tilgung der Ersatzanleihe nach Methode (2) vermindert sich die Sekundärliquiditätsmenge von Anfang an nur um die Differenz zwischen Anleihebetrag und jährlichem Tilgungsbetrag. Allerdings ist bei Methode (2) der jährliche Tilgungsbetrag niedriger als bei Methode (3). Daher ist das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge auch geringer.

¹⁾ H. Simons, a.a.O., S. 357

²⁾ H. Simons, a.a.O., S. 361. Die Umwandlung in Bargeld schlägt Simons vor, weil er glaubt, die Bargeldmenge könne mit den klassischen Instrumenten der Geldpolitik kontrolliert werden, wenn keine kurzfristige Staatsschuld existiert. Diese Ansicht ist etwas einseitig.

Dafür wird bei Tilgung nach Methode (3) die Sekundärliquiditätsmenge in den tilgungsfreien Jahren um den gesamten Anleihebetrag eingeschränkt.

Der Ersatz kurzfristiger Anleihen durch langfristige Anleihen hat im Prinzip die gleichen Wirkungen auf die Sekundärliquiditätsmenge wie der Ersatz durch mittelfristige Anleihen. Die Wirkungen sind auch hier verschieden je nach den Tilgungsmethoden. Als wesentlich muß herausgestellt werden, daß bedingt durch die längere Laufzeit die jährlichen Tilgungsbeträge niedriger sind. Die Sekundärliquiditätsmenge wächst in Folge des Verjüngungsprozesses der Anleihe weniger schnell wie beim Ersatz durch mittelfristige Anleihen.

2.5.2. Die Umwandlung von mittel- und langfristigen Anleihen

Jetzt sieht man sich einer gedanklichen Schwierigkeit gegenüber, wenn die Tilgungsmethode (2) oder (3) vorausgesetzt wird. Bei den kurzfristigen Anleihen konnte man eine Tilgung nach Methode (1) annehmen. Bei den mittelfristigen Anleihen ist diese Annahme nicht mehr völlig realistisch. Es ergibt sich die Schwierigkeit, daß die Anleihe als getilgt bezeichnet wird, wenn ihre letzte Tilgungsrate bezahlt ist. Man kann aber nicht vom Ersatz der gesamten Anleihe sprechen, wenn nur die Mittel zur Tilgung der letzten Rate beschafft werden müssen, während die Mittel zur Tilgung der früheren Raten schon früher beschafft wurden. Der Staat erhielt die Mittel zur Bezahlung der früheren Raten durch Ersatzemissionen. Sonst ergäbe sich eine Nettotilgung. Wird bei Fälligwerden der letzten Rate die ganze Anleihe ersetzt, so liegt eine zusätzliche Verschuldung vor. Daher dürfen nur die Mittel der jeweiligen Raten durch eine Anleihe beschafft werden. Dann kann man aber nicht mehr sagen, eine mittelfristige Anleihe wird durch eine langfristige ersetzt. Denn in Wirklichkeit wird nur eine Rate einer mittelfristigen Anleihe durch eine langfristige Anleihe ersetzt. Einen Ausweg aus dieser Schwierigkeit bietet folgende gedankliche Hilfskonstruktion. Da eine hohe Staatsschuld unterstellt wird, gibt es viele mittel- und langfristige Anleihen. Betrachtet man die mittelfristigen Anleihen, so werden innerhalb eines Jahres viele Tilgungsraten

anfallen. Für alle diese Tilgungsraten müssen Mittel durch neue Anleihen beschafft werden. Wenn nun die Mittel für die Tilgungsraten der mittelfristigen Anleihen durch eine langfristige Anleihe aufgebracht werden, so bedeutet das den Übergang von einer mittel- zu einer langfristigen Anleihe. In den weiteren Ausführungen muß der Ersatz von Anleihen, die nach Methode (2) oder (3) getilgt werden, immer in dieser Weise interpretiert werden.

Der Ersatz einer mittelfristigen Anleihe durch Schatzwechsel oder durch kurzfristige Anleihen hat expansive Wirkungen, wie noch gezeigt werden wird. Der Ersatz einer mittelfristigen Anleihe durch eine mittelfristige Anleihe wirkt kontraktiv. Das ergibt sich aus den Überlegungen zum Problem des identischen Ersatzes. Der Ersatz einer mittelfristigen Anleihe durch eine langfristige Anleihe bewirkt eine Verminderung der jährlichen Tilgungsbeträge. Die Sekundärliquiditätsmenge sinkt. Bei langfristigen Anleihen kann man die Tilgungsmethode (3) unterstellen. In den ersten tilgungsfreien Jahren wächst die Sekundärliquiditätsmenge nicht aufgrund des Verjüngungsprozesses der langfristigen Anleihe. Später ist das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge geringer als beim Ersatz durch eine mittelfristige Anleihe, da die längere Laufzeit einen geringeren jährlichen Tilgungsbetrag bewirkt. Der Nettoeffekt ist demnach kontraktiv.

Bei den langfristigen Anleihen wirkt der Ersatz durch Schatzwechsel und kurzfristige Anleihen expansiv. Beim Ersatz durch mittelfristige Anleihen dürften kaum expansive Wirkungen auftreten, da die Differenz der jährlichen Tilgungsbeträge zu gering ist. Beim Ersatz einer langfristigen Anleihe durch eine noch längerfristige Anleihe ergibt sich analog zu den bisherigen Überlegungen ein geringer kontraktiver Effekt. In den tilgungsfreien Jahren ist er stärker, in den Tilgungsjahren verringert er sich auf die Differenz der vorher fällig gewordenen und der jetzt jährlich fällig werdenden Tilgungsraten. Quantitativ dürften die Wirkungen unbedeutend sein.

2.6. Der Einfluß der Laufzeitverlängerung auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Nachdem die Einflüsse der Laufzeitverlängerung auf die Menge der Sekundärliquidität erklärt worden sind, soll jetzt ihr Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten untersucht werden. Die Umwandlung von Schatzwechseln in kurzfristige Anleihen hat keine große quantitative Wirkung auf die Sekundärliquiditätsmenge. Hingegen hat sie einen Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten. Schatzwechsel sind jederzeit gegen Primärliquidität umtauschbar. Bei kurzfristigen Anleihen stößt dies auf Schwierigkeiten. Es erfolgt daher eine Verschiebung des Liquiditätsgrades innerhalb der Sekundärliquiditätsmenge, wenn eine solche Umwandlung erfolgt.

Die Erhöhung des durchschnittlichen Zinssatzes für Staatspapiere durch die Laufzeitverlängerung wird einen gewissen Einfluß haben. Quantitativ dürfte sie jedoch die Umwandlungsmöglichkeiten nicht sehr stark beschränken, da hier nur Zinserhöhungen betrachtet werden, die sich aus der Laufzeitverlängerung ergeben. Eine Veränderung der Liquiditätsvorliebe aufgrund der Laufzeitverlängerung kann unmittelbar nicht abgeleitet werden. Von hier aus machen sich daher keine kontraktiven Einflüsse bemerkbar.

Zusammenfassend kann man sagen, daß die Laufzeitverlängerung nur über die Umwandlung von Schatzwechseln in weniger liquide Papiere ohne Einlösepflicht der Zentralbank direkten Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten hat.

2.7. Die Unterstützung der Geldpolitik

Die Geldpolitik soll die Gesamtliquidität der Volkswirtschaft steuern. Da die Sekundärliquiditätsmenge zur Gesamtliquidität gehört, stellt es eine wertvolle Unterstützung der Geldpolitik dar, wenn es gelingt, den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge zu beschränken. Es wurde gezeigt, daß die Laufzeitverlängerung eine Verringerung der Sekundärliquiditätsmenge hervorruft.

"Countercyclical debt management would entail lengthening the

debt structure during a boom because this tends to be restrictive" ¹⁾. Es muß hinzugefügt werden, daß die Laufzeitverlängerung die zweite Aufgabe, die Beeinflussung der Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär in Primärliquidität allein durch die Umwandlung von Schatzwechseln in längerfristige Staatspapiere erfüllen kann. Der Laufzeitverlängerung kann also nur eine begrenzte Unterstützungsmöglichkeit für die Geldpolitik zugesprochen werden. Das ändert sich jedoch, wenn man die Laufzeitverlängerung nicht isoliert betrachtet, sondern z.B. in Verbindung mit einer Zinserhöhung für Staatspapiere.

¹⁾ Report on Money and Credit, S. 103

3. Die Marktfähigkeit

Für die bisherigen Überlegungen wurde immer stillschweigend unterstellt, daß alle Staatspapiere die gleiche Marktfähigkeit besitzen. Diese Voraussetzung wird jetzt aufgehoben. Für diesen Abschnitt wird angenommen, daß die Zinsen für Staatspapiere, ihre Laufzeiten und die Verteilung konstant bleiben, um die reinen Wirkungen der Einführung nicht-marktfähiger Staatspapiere herausarbeiten zu können.

Der Begriff der Marktfähigkeit wurde schon im 3. Kapitel behandelt. Dort wurde gesagt, daß alle Staatspapiere, die sich nur schwer, d.h. mit zeitbeanspruchenden Formalitäten, verkaufen lassen, zu den nicht-marktfähigen Staatspapieren gerechnet werden. Musgrave benutzt eine engere Definition der nicht-marktfähigen Staatspapiere. "Im Falle nicht marktfähiger Papiere wird der Vertrag mit dem einzelnen Investor abgeschlossen, der die Obligation behalten muß, bis sie eingelöst wird." ¹⁾ Musgrave geht auch noch auf "restringierte Schuldtitel" ¹⁾ ein, die innerhalb einer bestimmten Gläubigergruppe marktfähig sind, die aber nicht außerhalb dieser Gruppe verkauft werden dürfen. Darauf wird noch im nächsten Kapitel eingegangen werden. In dieser Arbeit wird nicht die enge Definition von Musgrave benutzt, sondern ein weiterer Begriff, der auch schwieriger verkäufliche Staatspapiere in die Gruppe der nicht-marktfähigen Staatspapiere einbezieht.

Durch nicht-marktfähige Papiere wird dem Zeichner Primärliquidität entzogen, bzw. bei Ersatzemissionen werden zur Sekundärliquiditätsmenge gehörende Staatspapiere in Titel umgetauscht, die nicht mehr verkauft werden dürfen. Zum kontraktiven Einsatz dieses Instrumentes ist es notwendig, daß der Anteil der marktfähigen Schuld zugunsten der nicht-marktfähigen verringert wird ²⁾.

-
- ¹⁾ R. Musgrave, a.a.O., S. 118. Musgrave nennt als Beispiel die amerikanischen saving bonds.
- ²⁾ Über das Verhältnis von marktfähiger zu nicht-marktfähiger Schuld in den USA vgl.: Report on Money and Credit, S. 102; Vgl. auch: ebenda, S. 106: "At the close of the fiscal year 1960, \$ 52 billion or a fourth of the publicly held debt, was nonmarketable, consisting of \$ 48 billion in saving bonds, and a small amount of depositary bonds."

3.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge

Die nicht-marktfähigen Staatspapiere können nicht zur Sekundärliquiditätsmenge gezählt werden, selbst wenn ihre Restlaufzeit weniger als ein Jahr beträgt, da ihnen gerade durch ihre Ausstattung die Eigenschaften fehlen, die notwendig wären, um zur Sekundärliquiditätsmenge zu zählen. Daher werden sie auch nicht zur Basis der Kreditschöpfung der Geschäftsbanken hinzugezogen. Es fehlt ihnen die Fähigkeit, zusätzliches Geld schaffen zu können ¹⁾. Dieses Instrument des Debt Managements vermindert die Sekundärliquiditätsmenge unabhängig von der Laufzeit der Ersatzemission. Sie kann geringer sein als ein Jahr. Außerdem unterteilt dieses Mittel die Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr in zwei Gruppen. Die erste Gruppe enthält alle Staatspapiere, die bei einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr zur Sekundärliquiditätsmenge gehören. In der zweiten Gruppe befinden sich die Staatspapiere, die auch bei einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr nicht zur Sekundärliquiditätsmenge zählen ¹⁾. Wird die zweite Gruppe auf Kosten der ersten erhöht, so wird die Sekundärliquiditätsmenge aufgrund des Verjüngungsprozesses der Staatsschuld weniger stark anwachsen als bisher. Das bedeutet eine Abnahme der Sekundärliquiditätsmenge.

Für die Geldpolitik in einer überhitzten Konjunkturphase kann es sehr wesentlich sein, daß den nicht-marktfähigen Staatspapieren auch die Fähigkeit fehlt, die individuelle Liquidität erhöhen zu können. Dieser Ansicht ist auch die Commission on Money and Credit, wenn sie empfiehlt: " The Commission recommends that the Treasury takes measures to expand the proportion of the public debt in the form of saving bonds on terms which are competitive with yields of suitable alternative forms of investment for small savers " ²⁾.

¹⁾ Die nicht-marktfähigen Staatspapiere können nur direkt zum Zeitpunkt der Tilgung die Primärliquiditätsmenge ausdehnen, da die Besitzer dann die Wahlmöglichkeit zwischen Primärliquidität und Staatspapieren haben.

²⁾ Report on Money and Credit, S. 106

3.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Die Sekundärliquiditätsmenge wird verringert. Damit wird die Möglichkeit verringert, die zirkulierende Geldmenge durch eine Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität auszudehnen. Dem Instrument kann also ein positiver, d.h. kontraktiv oder stabilisierend wirkender Einfluß auf den Geldwert zugesprochen werden.

Das Mittel besitzt keinen darüber hinausgehenden Einfluß auf den Geldwert. Die Fähigkeit, die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität zu beeinflussen, fehlen diesem Instrument des Debt Managements.

4. Die Gläubigerauswahl

Für die bisherigen Überlegungen wurde immer die Annahme gemacht, daß sich die Verteilung der Staatspapiere auf die einzelnen Gläubigergruppen nicht ändere. Diese Voraussetzung wird jetzt aufgehoben. Es soll untersucht werden, wie durch eine bewußte Änderung der Verteilung der Staatspapiere auf die Gläubigergruppen die Sekundärliquiditätsmenge und die Umwandlungsmöglichkeiten beeinflußt werden können. Um die reinen Wirkungen dieses Vorganges analysieren zu können, wird angenommen, daß der Zins und das Verhältnis von marktfähiger zu nicht-marktfähiger Schuld unverändert bleiben. Es wird von vier Gruppen von Gläubigern ausgegangen, der konjunktur- und der trend-bestimmten Gruppe, der Zentralbank und dem Ausland.

4.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge

Eine auslaufende Anleihe, die in der Hauptsache von einer Gruppe gehalten wird, deren Verhalten den Intentionen des Debt Managements entgegengerichtet ist, muß durch eine Anleihe ersetzt werden, die bei einer Gruppe plaziert wird, deren Verhalten den Zielen des Debt Management entspricht.

4.1.1. Der Wechsel zwischen konjunktur- und trend-bestimmter Gruppe

Es sollen zunächst die Wirkungen eines Wechsels zwischen konjunktur- und trend-bestimmter Gruppe betrachtet werden. Geschäftsbanken und Großunternehmen gehören normalerweise zur konjunktur-bestimmten Gruppe, während Sparbanken, Versicherungen und kleine, private Staatspapierbesitzer in der Regel zur trend-bestimmten Gruppe gehören ¹⁾. Die beabsichtigten kontraktiven Wirkungen können sich nur einstellen, wenn es gelingt, eine auslaufende Anleihe, deren Papiere von der konjunktur-bestimmten Gruppe gehalten werden, durch eine Anleihe zu ersetzen, deren Papiere von der trend-bestimmten Gruppe

¹⁾ Es muß hier noch einmal darauf hingewiesen werden, daß M. Levy im ersten Teil seines Buches die Zentralbank zur konjunktur-bestimmten Gruppe zählt. In dieser Arbeit erhält die Zentralbank jedoch eine Sonderstellung.

gehalten werden ¹⁾. Es soll unterstellt werden, daß dies möglich sei. Die Auswirkungen auf die Entwicklung der Sekundärliquiditätsmenge sollen näher betrachtet werden. Dabei wird der Einfluß des Verjüngungsprozesses vernachlässigt, da er bei jeder Gruppe zu verzeichnen ist.

1. Eine auslaufende, langfristige Anleihe wird durch eine langfristige Anleihe ersetzt. Die langfristige Ersatzanleihe zählt nicht mehr zur Sekundärliquiditätsmenge, wenn die Tilgungsmethode (3) vorausgesetzt wird. Dabei ist es gleichgültig, welche Gruppe die Papiere der Ersatzanleihe besitzt. Eine Modifikation dieser Aussage ist nur notwendig, wenn die Anleihe schon ab dem ersten Jahr getilgt wird. Dann erhöht sich die Sekundärliquiditätsmenge wieder um den Tilgungsbetrag und der Besitzverteilung kommt eine Bedeutung zu, da die Geschäftsbanken die neue Sekundärliquidität in die Basis ihrer Kreditschöpfung miteinbeziehen können, während die trend-bestimmte Gruppe die Papiere bis zum Fälligkeitstermin hält und auch eine neue Anleihe zeichnen wird. Der Fall ist jedoch wenig realistisch, weil die konjunktur-bestimmte Gruppe kaum langfristige Staatspapiere hält. Insgesamt kann man daher sagen, daß bei dieser Konstellation die Auswahl der Gläubiger nur einen unbedeutenden Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge hat.

2. Eine auslaufende langfristige Anleihe wird durch eine kurzfristige Anleihe ersetzt. Diese Maßnahme widerspricht den Zielen, die im 2. Abschnitt dieses Kapitels genannt wurden. Sie hätte auf jeden Fall eine expansive Wirkung. Die expansive Tendenz könnte allerdings durch die Gläubigerauswahl verringert werden, da die zusätzliche Ausweitung der Kreditschöpfung auf der Basis zusätzlicher Sekundärliquidität verhindert würde.

¹⁾ Man könnte bei dieser Verschiebung argumentieren, daß der konjunktur-bestimmten Gruppe Primärliquidität zufließt, daß sie direkt oder indirekt ihre Nachfrage ausdehnt und daß sie damit die konjunktiven Wirkungen des Gläubigerwechsels zunichte macht. Dabei würden man aber übersehen, daß die trend-bestimmte Gruppe auf Primärliquidität verzichtet. Nur wenn die trend-bestimmte Gruppe auf nicht-zirkulierende Geldmenge zurückgreifen würde und die konjunktur-bestimmte Gruppe diese zur zirkulierenden Geldmenge machen würde, ergäbe sich eine Ausweitung der Nachfrage.

3. Eine auslaufende kurzfristige Anleihe wird durch eine langfristige Anleihe ersetzt. Wieder zählt die langfristige Ersatzanleihe nicht zur Sekundärliquiditätsmenge, gleichgültig welche Gruppe die Papiere hält. Es ergeben sich die gleichen Modifikationen wie im ersten Fall, wenn die Papiere schon ab dem ersten Jahr getilgt werden. Der vorliegende Fall ist jedoch realistischer als der erste, weil die Anleihe, die ersetzt werden soll, kurzfristig ist und es daher wahrscheinlich ist, daß sie von der konjunktur-bestimmten Gruppe gehalten wurde.

4. Eine auslaufende kurzfristige Anleihe wird durch eine kurzfristige Anleihe ersetzt. Dieser Fall widerspricht zwar auch den im zweiten Abschnitt genannten Zielen, darf aber wohl gegenüber Fall zwei als realistischer bezeichnet werden. Hat die kurzfristige Ersatzanleihe eine Laufzeit von weniger als einem Jahr, so weitet sich die Sekundärliquiditätsmenge aus, gleichgültig welche Gruppe diese Papiere besitzt. Hält die trend-bestimmte Gruppe diese Papiere, ergeben sich gegenüber früher kontraktive Effekte wegen der verringerten Kreditschöpfungsmöglichkeiten, obwohl der Umfang der Sekundärliquiditätsmenge nicht berührt wird.

5. Bezieht man die Schatzwechsel mit in die Überlegungen ein, so ergibt sich folgendes. Schatzwechsel gehören immer zur Sekundärliquiditätsmenge. Die Umwandlung von Schatzwechseln in langfristige Anleihen bedeutet eine Verringerung der Sekundärliquiditätsmenge, gleichgültig welche Gruppe vorher die Schatzwechsel besaß, und welche Gruppe nachher die langfristigen Anleihen besitzt. Die Gläubigerauswahl hat auch hier keinen Einfluß auf die Menge der Sekundärliquidität.

Als Ergebnis kann man festhalten, daß die Verschiebung des Staatspapierbesitzes von der konjunktur- zur trend-bestimmten Gruppe keine über die Laufzeitverlängerung hinausgehenden Wirkungen auf den Umfang der Sekundärliquidität, wohl aber auf die Umwandlungsmöglichkeiten hat. Die letzteren werden jedoch erst später untersucht.

4.1.2. Der Wechsel zwischen der Zentralbank und dem privaten Sektor

Wenn sich der Staat bei der Zentralbank verschuldet hat und diese Anleihen fällig werden, sollte die Ersatzanleihe im privaten Bereich untergebracht werden, wenn kontraktive Wirkungen erzielt werden sollen. Die Mittel würden der Zentralbank zufließen, die sie stilllegt. Die gesamte Staatsverschuldung bliebe konstant, aber durch die neue Verteilung der Staatsschuld würde die absolute Geldmenge auf den Stand vor der Verschuldung bei der Zentralbank reduziert werden. Bei einem kontraktiven Einsatz des Debt Managements sollte die Ersatzanleihe bei der trend-bestimmten Gruppe untergebracht werden. Die Sekundärliquiditätsmenge verändert sich dann analog zu den vorherbesprochenen Fällen je nach der Fristigkeit der Ersatzanleihe. Der Gläubigerwechsel kann nur durch die gleichzeitige Laufzeitverlängerung auf die Sekundärliquiditätsmenge einwirken. Der Verkauf von noch nicht fälligen Staatspapieren durch die Zentralbank an den privaten Sektor gehört zur Offenmarktpolitik und hat kontraktive Wirkungen. In beiden Fällen, bei der Offenmarktpolitik und bei der Unterbringung der Ersatzanleihe bei den Privaten, wird die absolute Geldmenge eingeschränkt.

4.1.3. Der Wechsel zwischen in- und ausländischer Verschuldung

Wenn eine auslaufende Anleihe, die im Ausland untergebracht war, durch eine Anleihe ersetzt wird die im Inland plazierte wird, so verändert sich die inländische Primärliquiditätsmenge. Sie wird verringert. Ob die inländische Sekundärliquiditätsmenge steigt, hängt von der Art der Ersatzanleihe ab. Die Verringerung der Primärliquiditätsmenge wird nur erreicht, wenn die Ersatzanleihe nicht bei der Zentralbank sondern bei den Privaten untergebracht wird. Die Auslandsanleihe sollte durch eine Anleihe ersetzt werden, die die trend-bestimmte Gruppe hält. Bei diesem Wechsel wäre die kontraktive Wirkung am größten. Die Kontraktion der Primärliquiditätsmenge ist jedoch auch zu verzeichnen, wenn die vom Ausland gehaltene auslaufende Anleihe durch eine Anleihe ersetzt wird, die die konjunktur-bestimmte Gruppe hält. Gehört die Ersatzanleihe zur Sekundärliquidität, so sind die kontraktiven Wirkungen in diesem Fall sehr viel geringer als bei der Unterbringung der Ersatzanleihe bei der trend-bestimmten Gruppe.

4.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Bisher konnte kein Einfluß der Gläubigerauswahl auf die Sekundärliquiditätsmenge nachgewiesen werden. Jetzt soll untersucht werden, welchen Einfluß die Gläubigerauswahl auf die Umwandlungsmöglichkeiten und auf den Geldwert hat. Dieser Einfluß läßt sich leicht nachweisen. Man muß sich nur in Erinnerung rufen, daß die konjunktur-bestimmte Gruppe bei Liquiditätsanforderungen, also bei dem Wunsch, die zirkulierende Geldmenge auszuweiten, sofort Staatspapiere, die zur Sekundärliquiditätsmenge gehören, in Primärliquidität umtauscht. Dem gegenüber hält die trendbestimmte Gruppe die Papiere weiterhin in Form von Sekundärliquidität oder zeichnet die Ersatzanleihe bei fälligen Papieren. Es kommt ein weiterer kontraktiver Effekt hinzu.

$$(11) \text{ GL} = M_z + M_{nz} + (1-k) d (M_B + SL_B) + SL_P + (TE+SE)$$

Aus Gleichung (11) ergibt sich nämlich, daß eine Verringerung der Sekundärliquiditätsmenge im Bankensektor, der zur konjunkturbestimmten Gruppe gehört, eine überproportionale Abnahme der Gesamtliquidität bewirkt. Gleichung (11) enthält nämlich den Faktor d , der die Einflüsse der Liquiditätsvorstellungen der Banken, einschließlich der Tatsache, daß die Kreditschöpfung auf der Basis von Bargeld und Sekundärliquidität erfolgt, widerspiegelt. Im Faktor d sind auch die Wirkungen des Mindestreserve- und Barabhebungssatzes, sowie der Vorstellungen der Banken über die Verteilung der Risiken während der Periode und ihre anderen Liquiditätserwartungen erfaßt. Bei der im privaten Bereich gehaltenen Sekundärliquiditätsmenge fehlt dieser multiplikative Faktor der Kreditschöpfung. Allein die Verschiebung von Sekundärliquidität des Bankensektors zu den Privaten schränkt c.p. die Gesamtliquidität ein.

Der Wechsel von der Zentralbank zum privaten Sektor wurde schon bei den Wirkungen auf die Menge der Sekundärliquidität erwähnt. Hier sind sehr starke kontraktive Wirkungen festzustellen, da die absolute Geldmenge direkt eingeschränkt wird. Genau die gleichen kontraktiven Wirkungen durch eine Verringerung der

Primärliquiditätsmenge sind bei einem Wechsel von aus- zu inländischer Verschuldung festzustellen. Die Offenmarktpolitik soll hier nicht behandelt werden. Ihre kontraktiven Effekte könnten jedoch noch verstärkt werden, wenn man analog zu den bisherigen Ergebnissen die Staatspapiere überwiegend an die trend-bestimmte Gruppe verkaufen würde.

Bei der Unterbringung einer Anleihe, die eine auslaufende Anleihe im Besitz der Zentralbank ersetzen soll, erhöhen sich die kontraktiven Wirkungen, wenn die Anleihe nur an Nicht-Banken abgegeben wird ¹⁾. Dadurch scheidet der multiplikative Effekt aus, der entsteht, wenn die Banken die Staatspapiere zur Basis der Kreditschöpfung hinzuzählen ²⁾. Das geschieht aber nur, wenn die Ersatzanleihe kurzfristig ist, sodaß sie zur Sekundärliquidität gehört. Andererseits ist zu beachten, daß der Entzug von Primärliquidität bei den Geschäftsbanken eine sehr viel stärkere Wirkung hat als bei den Privaten. Da man aber auch bei einem Verkauf an die trend-bestimmte Gruppe davon ausgehen kann, daß die Anleihezeichner Bankguthaben gegen Staatspapiere tauschen, wird auch in diesem Falle die Primärliquidität der Banken vermindert, ohne daß eine teilweise Kompensation durch die Ausweitung der Basis der Kreditschöpfung erfolgt. Die kontraktiven Wirkungen sind daher größer. Es sind insgesamt vier Aspekte, die auf eine Stabilisierung des Geldwertes hinweisen.

1. Durch die Umverteilung von Staatspapieren mit Sekundärliquiditätscharakter von der konjunktur- zur trend-bestimmten Gruppe verringert sich der Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität. Damit wird tendenziell die zirkulierende Geldmenge konstant gehalten.
2. Durch die Verschiebung von kurzfristigen Staatspapieren mit Sekundärliquiditätscharakter von den Geschäftsbanken zu den Privaten verringert sich die Gesamtliquidität. Diese Verringerung der Gesamtliquidität wirkt sich tendenziell ebenfalls

¹⁾ Vgl. hierzu: R. Musgrave, a.a.O., S. 118. Musgrave nennt hier das Beispiel der Kriegsfinanzierung, bei der die Banken nicht unbeschränkt Staatspapiere ankaufen konnten.

²⁾ Vgl. die Überlegungen, S. 63/64

stabilisierung auf den Geldwert aus.

3. Durch den Ersatz von auslaufenden Anleihen im Besitz der Zentralbank durch Anleihen bei privaten Wirtschaftssubjekten kann die absolute Geldmenge direkt eingeschränkt werden.
4. Wenn ein auslaufende Anleihe, die von Ausländern gehalten wurde, durch eine im inländischen Besitz verbleibende Anleihe ersetzt wird, verringert sich die absolute Geldmenge des Inlandes. Auch dieser Vorgang wirkt in der Hochkonjunktur stabilisierend auf den Geldwert.

5. Die Wirkungen der Kurspflege ¹⁾

Es wurde schon an verschiedenen Stellen der Arbeit auf die Bedeutung der Kurspflege hingewiesen. Jetzt soll die Kurspflege als letztes Instrument des Debt Managements näher behandelt werden. Dabei muß beachtet werden, daß hier folgende Annahme über die Natur der Kurspflege als Instrument des Debt Managements gemacht wird ²⁾. Allein die Anwendung oder Nicht-Anwendung der Kurspflege wird schon als Debt Management betrachtet. Selbstverständlich kann die Kurspflege auch nur teilweise eingesetzt werden, sodaß zum Beispiel die Kurse langfristiger Papiere gestützt werden, während die Kurse der mittel- und kurzfristigen Papiere frei nach Marktlage schwanken. Im folgenden wird wiederum die Bundesrepublik als Beispiel gewählt. Sie steht jedoch stellvertretend für die meisten westlichen Industrienationen.

5.1. Theoretische Vorbemerkung

Bevor die Wirkungen der Kurspflege auf die Sekundärliquiditätsmenge und auf die Umwandlungsmöglichkeiten behandelt werden, muß noch eine Voraussetzung näher untersucht werden, die im 3. Kapitel gemacht wurde. Es wurde dort behauptet, die Zentralbank betreibe die Kurspflege mit eigenen Mitteln und in eigenem Namen im Auftrag der Regierung oder des Ministeriums für Finanzen. Diese Voraussetzung muß keineswegs immer erfüllt sein. Daher kann man generell unterscheiden, ob die Kurspflege von der Zentralbank oder von Geschäftsbanken, die als Konsortialbanken eine Staatsanleihe emittiert haben, oder direkt vom Finanzministerium betrieben wird. Weiterhin muß man berücksichtigen, ob die Kurspflege in eigenem oder fremdem Namen auf eigene oder fremde Rechnung erfolgt.

Bei der Kurspflege durch die Zentralbank kann man folgende Möglichkeiten unterscheiden. Wenn die Zentralbank im Namen der Regierung oder im eigenen Namen auf Rechnung der Regierung handelt, betreibt sie

¹⁾ Vgl. K.Fr. Hagenmüller, Der Bankbetrieb, Bd. II, Wiesbaden 1964, S. 226/27

²⁾ Zur Definition der Kurspflege vgl. G. Eberlein, Kurspflege bei Anleihen, Berlin 1950. Besonders: IV. Das Wesen der Kurspflege S. 35 - 40.

Kurspflege im Rahmen ihrer Funktion als Hausbank des Staates ¹⁾. Nur wenn sie Kurspflege in eigenem Namen auf eigene Rechnung betreibt, handelt sie als Hüterin der Währung im Rahmen ihrer eigenen Funktion. Ökonomisch sind nur zwei Fälle relevant, die kurz untersucht werden sollen.

Kauft die Zentralbank im Auftrag der Regierung aber mit eigenen Mitteln Staatspapiere an, um die Kurse zu stabilisieren, so vergrößert sich die Primärliquiditätsmenge, da eigene Mittel der Zentralbank eingesetzt werden.

Stützt die Zentralbank die Kurse in eigenem Namen und mit eigenen Mitteln, so handelt sie nicht mehr als Hausbank des Staates, sondern als die Institution, die die Kapitalmarkstabilität garantieren soll ²⁾. In diesem Fall weitet sich die Primärliquiditätsmenge ebenfalls aus.

Eine Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge ist daher nur festzustellen, wenn die Zentralbank Kurspflege auf eigene Rechnung betreibt. Wenn die Kurse jedoch im Auftrag und mit Mitteln der Regierung gestützt werden, dehnt sich die Primärliquiditätsmenge nicht aus, wenn Staatspapiere zur Kursstabilisierung angekauft werden.

Es tritt nur selten der Fall ein, daß Konsortialbanken die Kurse stützen. In der Regel ist die Zentralbank mit anderen Banken zusammen für die Emission der Staatsanleihe verantwortlich und übernimmt dann als federführendes Mitglied des Emissionskonsortiums

¹⁾ Daß der Staat Interesse daran haben muß, die Kurse seiner Anleihen zu pflegen, behauptet auch G. Eberlein, a.a.O., S. 47/48. "Das Verhältnis zwischen Anleiheschuldner und Anleihegläubiger beruht auf Treu und Glauben, und der Anleiheschuldner, der seine Emission sich selbst überläßt, handelt wider diesen Grundsatz, auf dem unser Wirtschaftsleben zum guten Teil beruht." Vgl. auch : E. Schmalenbach, Kapital, Kredit, Zins, Leipzig 1933, S. 125

²⁾ Über die Gründe, die zu einer Destabilisierung des Kapitalmarktes und damit der Kurse führen können, vgl.: G. Eberlein, a.a.O., S. 27 - 30.

auch die Betreuung der Anleihe ¹⁾). Im Unterschied zur Kurspflege durch die Zentralbank stellt aber bei Kursstützungsaktionen der Konsortialbanken nicht jeder Ankauf auf eigene Rechnung eine Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge dar. ²⁾ Nur wenn die Ankäufe mit zusätzlich geschaffenem Giralgeld getätigt werden, weitet sich die Primärliquiditätsmenge aus. Wird die Kurspflege auf Rechnung der Regierung durchgeführt ³⁾, so erhält die Regierung bei der Bank ein Depot wie jeder andere Bankkunde, der Wertpapiere besitzt. Beim Ankauf der Staatspapiere wird das Konto der Regierung entsprechend belastet. Eine Erhöhung der Primärliquiditätsmenge liegt nur dann vor, wenn die Mittel des Staates zu zusätzlicher Giralgeldschöpfung verwendet werden, oder wenn die Bank der Regierung einen zusätzlichen Kredit einräumt. Insgesamt ist auch hier die Kurspflege unter dem Gesichtspunkt einer kontraktiven Liquiditätspolitik nur zu vertreten, wenn die Kursstützungsaktionen mit Mitteln der Regierung durchgeführt werden.

Noch ein weiterer Aspekt der Kurspflege muß berücksichtigt werden. Bei der Gläubigerauswahl wurde zur Unterstützung einer kontraktiven Geldpolitik gefordert, daß die auslaufenden Anleihen der Zentralbank bei den Privaten untergebracht werden sollen. Durch die Kurs-

¹⁾ Diese Auskunft erhielt der Verfasser von der Bundesbank und der Landeszentralbank Freiburg. Abweichend davon nennt H.J.Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959, S. 57, das Beispiel der Kurspflege für Auslandsbonds im Jahre 1956, als das Bundesministerium für Finanzen 70 Mill. DM an die Süddeutsche Bank AG überwies, damit die Bank die Kurse der Auslandsbonds stütze. Bösch meint aber am Ende: "Es ist jedoch nicht ersichtlich gewesen, warum nicht z.B. der Bank deutscher Länder die Kurspflege übertragen worden ist".

²⁾ Vgl. H.J. Bösch, a.a.O., S. 67. "Ist eine weitere Ausdehnung des Kreditvolumens unmöglich, so bedarf es u.U. gewisser Beschränkungen in der Kreditgewährung für andere Zwecke, wenn die Banken größere Mittel für die Kurspflege bereithalten müssen."

³⁾ Vgl. H.J. Bösch, a.a.O., S. 70. "Werden Kreditbanken von der öffentlichen Hand mit der Kurspflege beauftragt, so brauchen die Mittel dazu meistens nicht von der Bank beschafft zu werden, sondern die Auftraggeber stellen die Gelder bereit."

pflege der Zentralbank erhöht sich aber das Staatspapierportefeuille der Zentralbank. Das steht im Widerspruch zu den Forderungen, die sich aus den Überlegungen zum Gläubigerwechsel ergaben. Die gleichen negativen Wirkungen stellen sich ein, wenn Konsortialbanken die Kurspflege im eigenen Namen betreiben, da die Geschäftsbanken zur konjunkturbestimmten Gruppe gehören, deren Bestand an Staatspapieren, die zur Sekundärliquidität gehören, abgebaut werden sollte. Die Kurspflege hat selbst dann negative Wirkungen, wenn sie auf Rechnung und im Namen der Regierung von der Zentralbank vorgenommen wird, da hier zwar keine Ausdehnung der Primärliquidität erfolgt, aber auch die Möglichkeiten des Gläubigerwechsels nicht ausgenutzt werden können.

5.2. Die Bedeutung der Kurspflege für die Sekundärliquiditätsmenge

Bei der Kurspflege der Zentralbank oder der Geschäftsbanken mit Mitteln des Staates weiten die angekauften Staatspapiere die Primärliquidität nicht aus. Sie verteilen Staatspapiere und Primärliquidität neu auf die einzelnen wirtschaftlichen Gruppen. Die Staatspapiere, deren Kurse gestützt werden, rechnen daher nicht zur Sekundärliquiditätsmenge. Wird jedoch die Kursstützung mit eigenen Mitteln der Zentralbank oder der Geschäftsbanken betrieben, so dehnt sich die Primärliquiditätsmenge aus - mit den gemachten Einschränkungen bei den Geschäftsbanken. Die Staatspapiere, deren Kurse stabilisiert werden, besitzen die Eigenschaft, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können, und müssen daher zur Sekundärliquiditätsmenge gezählt werden. Auf dieses Problem soll nun genauer eingegangen werden.

Bei Kurssenkungen der Staatspapiere kauft die Zentralbank ¹⁾ die von der Kurssenkung betroffenen Papiere an. Die künstliche Erhöhung der Nachfrage führt zu einer tendenziellen Stabilisierung der Kurse ²⁾. Dabei ist aber folgendes zu beachten. Auf dem Markt für Staatspapiere

¹⁾ Das Gleiche gilt für die Geschäftsbanken bei Kurspflege mit Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge.

²⁾ Über die Technik der Kurspflege vgl.: G. Eberlein, a.a.O., S. 137. "Die Technik der direkten Kurspflege im Markt ist im Grunde einfach. In erster Linie ... handelt es sich darum, Unebenheiten in Angebot und Nachfrage, die zu Kursstörungen führen können, durch Regulierungskäufe bzw. -verkäufe auszugleichen." S. 137 - 148 geht Eberlein im einzelnen auf die verschiedenen Arten der Kurspflege ein.

erfolgen dauernd An- und Verkäufe. Solange zwischen Angebot und Nachfrage ein Verhältnis herrscht, das nicht allzusehr vom angestrebten Kursniveau abweicht, sind keine zusätzlichen Ankäufe notwendig. Überwiegt aber das Angebot, so genügt es normalerweise, d.h. solange noch keine Angstverkäufe eingesetzt haben, das überschüssige Angebot aufzukaufen. Es wird also nur der Teil der Anleihe zu zusätzlicher Primärliquidität, der zu überschüssigem Angebot wurde.

Aus diesem Sachverhalt ergibt sich folgende Frage. Wenn Staatspapiere mit Sekundärliquiditätscharakter dahingehend definiert wurden, daß sie in der Lage sein mußten, die Primärliquiditätsmenge auszudehnen, und wenn dies im Falle der Kurspflege gesamtwirtschaftlich nur auf die Staatspapiere zutrifft, die zu überschüssigem Angebot wurden, muß dann die gesamte Anleihe, deren Kurs gestützt wird, zur Sekundärliquiditätsmenge gerechnet werden oder nur der Teil, der zu überschüssigem Angebot wurde? Betrachtet man die quantitative Bedeutung¹⁾ und berücksichtigt man die Bedeutung der Verteilung der Staatspapiere auf die verschiedenen Gruppen, so zeigt sich, daß der Frage einige Wichtigkeit zukommt. Man könnte die Frage theoretisch so entscheiden, daß man vom Umfang der Anleihe und der Kurshöhe her abschätzt²⁾, welcher Betrag der Anleihe genügen würde, um den Kurs nachhaltig zu senken. Nur dieser Betrag sollte zur Sekundärliquiditätsmenge gezählt werden. Das wäre theoretisch die beste Antwort. Da aber die Höhe des Betrages nur geschätzt werden könnte, würden sich große Unsicherheiten einstellen. Aus diesem Grunde ist es besser, die gesamte Anleihe, deren Kurs gestützt wird, zur Sekundärliquiditätsmenge zu zählen. Dabei ist darauf hinzuweisen, daß dieser Teil der Sekundärliquiditätsmenge gegenüber den anderen Bestandteilen der Sekundärliquiditätsmenge nur in sehr viel geringerem Umfang die Eigenschaft besitzt, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können.

¹⁾ Über die quantitative Bedeutung der Kurspflege für einige öffentliche Anleihen in den 50er Jahren macht H.J. Bösch, a.a.O., S.97, einige Angaben. "..., sodaß die Emittenten bzw. die Bank deutscher Länder teilweise $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{3}$ der Emissionsbeträge aufnahmen,..." Bösch untersucht nur einzelne Anleihen, aber vorsichtig geschätzt, kommt man zu dem Ergebnis, daß im Durchschnitt in den 50er Jahren etwa 20 v.H. einer Anleihe zum Zweck der Kurspflege zurückgekauft wurden.

²⁾ In diese Überlegungen müßte auch noch die durchschnittliche Höhe der täglichen Börsenumsätze in Staatspapieren einbezogen werden.

Es ist kaum wahrscheinlich, daß die gesamte Anleihe zurückgekauft werden muß. Nur dann aber hätte jedes einzelne Papier die Eigenschaft, zusätzliche Primärliquidität schaffen zu können.

Daraus ergibt sich, daß die Sekundärliquiditätsmenge aus drei Gruppen von Staatspapieren besteht, deren Liquiditätsgrad unterschiedlich ist und der Ordnung in der Aufzählung entspricht. Alle diese Staatspapiere haben aber die Fähigkeit, die Primärliquiditätsmenge ausdehnen zu können.

1. Schatzwechsel und andere mit Einlösepflicht oder ähnlichen, monetisierenden Bedingungen ausgestattete Papiere gehören zur ersten Gruppe, die den höchsten Liquiditätsgrad besitzt.
2. Mittel- und langfristige Papiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr zählen zur zweiten Gruppe.
3. Staatspapiere, deren Kurse bei Kurssenkungen durch Ankäufe gestützt werden, bilden die dritte Gruppe der Sekundärliquidität, die den geringsten Liquiditätsgrad besitzt.

Erstreckt sich die Kurspflege auf alle Staatspapiere, so ergibt sich aus den Überlegungen, daß sich die Sekundärliquiditätsmenge um die gesamte Summe der ausstehenden Staatspapiere erhöht. Werden nur einzelne Anleihen bei Kurseinbrüchen gestützt, so zählen nur diese Anleihen zur Sekundärliquiditätsmenge.

5.3. Die Kurspflege und die Umwandlungsmöglichkeiten

Auch hier muß darauf hingewiesen werden, daß die Verbesserung der Umwandlungsmöglichkeiten durch die Kurspflege nur dann zu einer Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge führt, wenn die Zentralbank oder die Geschäftsbanken - mit den gemachten Einschränkungen - die Kurspflege mit eigenen Mitteln betreiben. Nur wenn dieser Fall vorliegt, zählen alle Staatspapiere, deren Kurse stabilisiert werden, zur Sekundärliquiditätsmenge und nur dann gelten die folgenden Überlegungen ¹⁾.

¹⁾ Vgl. hierzu: Die Ausführungen im 1. Abschnitt des 6. Kapitels.

Die Staatspapiere, die bei Kurspflege tatsächlich verkauft werden, werden automatisch in Primärliquidität umgetauscht. ¹⁾ Aus dem Entschluß, Kurspflege zu betreiben, und der Tatsache, daß Kurssenkungen stattfinden, ergibt sich ganz von selbst eine Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge. In der betrachteten Konjunkturphase, in der Nachfragesteigerungen zu erwarten sind, bedeutet das eine Ausdehnung der zirkulierenden Geldmenge und damit bei einem wie bisher unterstellten, kurzfristig konstanten Handelsvolumen eine Tendenz zur Verringerung des Geldwertes.

5.4. Der Verzicht auf Kurspflege

Aus den bisherigen Überlegungen ergibt sich, daß die Kurspflege bei einer kontraktiven Geldpolitik zur Behinderung der Geldpolitik beiträgt. Daher liegt es nahe, in dieser konjunkturellen Situation gänzlich auf die Kurspflege zu verzichten ²⁾. Das hat gleichzeitig drei wichtige Wirkungen. Wenn die Kurspflege von der Zentralbank oder den Banken vorher so durchgeführt wurde, daß sich die Primärliquiditätsmenge ausdehnte, so verringert sich beim Verzicht auf Kurspflege die Sekundärliquiditätsmenge in erheblichem Umfang. Gleichzeitig wird die zwangsläufige Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge bei Kurspflege verhindert.

Wurde die Kurspflege von der Zentralbank mit Mitteln des Staates betrieben, so kommt beim Verzicht auf Kurspflege dem Instrument der Gläubigerauswahl wieder eine erhöhte Bedeutung zu.

¹⁾ Über die Höhe der zur Kurspflege notwendigen Mittel vgl. G. Eberlein, a.a.O., S. 147 f.

²⁾ Vgl. zum Verzicht auf Kurspflege H.J. Bösch, a.a.O., Fußnote 67, S. 137. Bösch führt an, daß die Kurse der Staatspapiere Ende 1955 nicht gestützt wurden, obwohl die Kurse infolge der restriktiven Maßnahmen der Bank deutscher Länder gesunken waren, da der Bund die kontraktive Politik der Bank deutscher Länder unterstützen wollte. Bösch stellt jedoch das Ziel der Erhaltung eines günstigen Marktes für Staatspapiere höher als die Geldwertstabilität. "Der Schaden, der dem Kapitalmarkt zugefügt wurde, (infolge des Verzichtes auf Kurspflege, der Verf.) ist u.U. größer gewesen als die Nachteile einer gewissen Verflüssigung der Wirtschaft." (S.137, Fußnote 67)

Wie wichtig und wirkungsvoll es sein kann, auf die Kurspflege durch die Zentralbank mit eigenen Mitteln der Zentralbank zu verzichten, zeigt allein schon die Tatsache, daß in der neueren amerikanischen Geld- und Kreditpolitik von einer "pre-accord period" ¹⁾ und "post-accord period" gesprochen wird ²⁾. Im März 1951 kamen Treasury und Federal Reserve System überein, daß der Reserve Board nicht mehr verpflichtet sei, die Kurse langfristiger Staatspapiere so zu stützen, daß ihr Vorkriegsniveau erhalten blieb. " The Treasury and the Federal Reserve System have reached full a c c o r d with respect to the debt-management and monetary policy to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt" ³⁾. Levy schreibt hierzu: " Henceforth, long-term Government securities could no longer be considered near-money, and the maturity structure of the Federal debt became again highly significant" ⁴⁾.

Das Zitat zeigt, daß auch Levy der Ansicht ist, die Kurspflege verleihe den langfristigen Staatspapieren Sekundärliquiditätscharakter. Der zweite Teil des Zitates gibt die Tatsache wieder, daß, solange Kurspflege betrieben wird, kurz- und langfristige Papiere - mit den gemachten Einschränkungen - liquide sind. Daher spielt die Laufzeitstruktur kaum noch eine Rolle. Der Altersaufbau der Staatsschuld erhält erst wieder seine Bedeutung, wenn keine Kurspflege mehr betrieben wird.

¹⁾ M. Levy, I., a.a.O., S. 51 f

²⁾ Vgl. zu diesem Problem: M. Palyi, a.a.O., S. 31 f

³⁾ Federal Reserve Bulletin, March 1951, S. 267, die Hervorhebung stammt vom Verfasser. Daher kommt der Name.

⁴⁾ M. Levy, I., a.a.O., S. 19

6. Zusammenfassung

Es wurde gezeigt, daß das Debt Management sowohl in der Lage ist, kontraktiv auf den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge und über das Mittel des Gläubigerwechsels auch auf die Primärliquiditätsmenge einzuwirken, als auch fähig ist, die Möglichkeiten des Umtausches von Sekundär- in Primärliquidität zu verringern. Die Sekundärliquiditätsmenge wird in erster Linie von drei Instrumenten kontraktiv beeinflußt, von der Laufzeitverlängerung, von der Umwandlung marktfähiger in nicht-marktfähige Staatspapiere und vom Verzicht auf Kurspflege.

Die Umwandlungsmöglichkeiten werden von der Zinserhöhung und vom Verzicht auf Kurspflege am stärksten beeinflußt.

Der Wechsel der Gläubiger wirkt direkt auf die Primärliquiditätsmenge ein. Sie wird beim Übergang von einer Verschuldung bei der Zentralbank oder von einer Verschuldung im Ausland zu einer Verschuldung im inländischen privaten Bereich erheblich vermindert. Der Wechsel der Gläubiger verschlechtert auch die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität, wenn eine Verschuldung bei der konjunkturbestimmten Gruppe durch eine Verschuldung bei der trendbestimmten Gruppe abgelöst wird.

Diese fünf Instrumente können alle gleichzeitig eingesetzt werden. Es ist jedoch wichtig, daß immer eine Kombination eines Instrumentes, das den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge verringert, mit einem Instrument, das die Umwandlungsmöglichkeiten verschlechtert, angewendet wird, da hier das effizienteste Zusammenwirken festgestellt werden kann.

8. Kapitel Expansive Geldpolitik und expansiver Einsatz des Debt Managements

In diesem Kapitel werden die Wirkungen des expansiven Einsatzes des Debt Managements auf den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge, auf die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität und auf die Primärliquiditätsmenge selbst geschildert. Dabei kann dieses Kapitel kürzer gefaßt werden, da die Wirkungsweise der einzelnen Instrumente schon im 7. Kapitel besprochen wurde. Es bleibt nur zu untersuchen, ob überhaupt expansive Tendenzen durch den gezielten Einsatz der Mittel des Debt Managements erreicht werden können. Welche Effizienz dem expansiven Einsatz des Debt Managements zukommt, wird im 9. Kapitel behandelt werden.

Für dieses Kapitel gelten folgende Bedingungen. Die effektive Nachfrage ist zu gering. Sie soll stimuliert werden. Aus dieser Annahme folgt, daß die nicht-zirkulierende Geldmenge M_{nz}^R hoch ist, daß auch die aus Liquiditätsmotiven gehaltene Geldmenge M_{nz}^L groß ist und daß der Kreditplafond der Geschäftsbanken nur zu einem kleinen Teil ausgenutzt wird. Der Ausnutzungsgrad k ist demnach niedrig. Zu untersuchen ist jetzt, ob die Mittel des Debt Managements dazu geeignet sind, die Sekundär- oder die Primärliquiditätsmenge zu erhöhen und die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität zu erleichtern.

Es sollen schon hier erhebliche Zweifel angemeldet werden. Da eine zusätzliche Verschuldung nicht behandelt wird, beschränken sich die Maßnahmen des Debt Managements darauf, die bestehende Schuld liquider zu machen. Es ist durchaus möglich, daß diese Bemühungen Erfolg haben. Fraglich erscheint aber, ob die durch den expansiven Einsatz des Debt Managements erhöhte Gesamtliquidität der Volkswirtschaft dazu benutzt wird, die effektive Nachfrage auszudehnen, da dies vorher bei ebenfalls hoher Gesamtliquidität nicht geschah. Die einzelnen Instrumente des Debt Managements sollen jetzt auf ihre expansiven Wirkungen hin untersucht werden.

1. Die Zinsausstattung

Wird dieses Mittel expansiv eingesetzt, so müssen die Zinsen für die Ersatzanleihen gegenüber den Zinsen der auslaufenden Anleihen gesenkt werden.

1.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge

Die Kurse der noch ausstehenden Anleihen steigen bei einer Zinssenkung, um die Realverzinsung anzugleichen. Das bedeutet eine Erhöhung der individuellen Liquidität, hat aber auf die gesamtwirtschaftliche Liquidität nur einen geringen Einfluß, da die Kurserhöhung für Staatspapiere mit Sekundärliquiditätscharakter genau wie die Kursenkung bei der Zinserhöhung nur sehr gering ist. Die attrition rates müßten steigen, da der Anreiz zur Zeichnung der Ersatzanleihe durch hohe Zinsen fehlt. Andererseits ist die nicht-zirkulierende Geldmenge M_{nz}^R in dieser konjunkturellen Situation sehr hoch. Da dieses Geld keine Zinsen bringt, ist es unwahrscheinlich, daß M_{nz}^R noch dadurch erhöht wird, daß man die Zeichnung einer zinsbringenden Ersatzanleihe verweigert. Die attrition rates haben nur eine Bedeutung, wenn Primärliquidität zur Ausdehnung der effektiven Nachfrage fehlt. Da in der geschilderten Situation die Primärliquidität, die nicht zu effektiver Nachfrage wird, schon hoch ist, und da der Wunsch, die effektive Nachfrage auszudehnen, nicht vorhanden ist, wäre es ökonomisch nicht sinnvoll, die Primärliquidität zugunsten von zinsbringender Sekundärliquidität auszudehnen. Daher werden in dieser Situation trotz Zinssenkung für Staatspapiere die attrition rates nicht steigen. Die Sekundärliquiditätsmenge bleibt konstant.

1.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Durch die Zinssenkung steigt bei gleicher Liquiditätspräferenz die aus Liquiditätsgründen gehaltene nicht-zirkulierende Geldmenge M_{nz}^L . Da in einer Depression die aus Liquiditätsgründen gehaltene Geldmenge schon hoch ist, hauptsächlich wegen der negativen Erwartungen und des Vorsichtsmotives, wird die prozentuale Zunahme der aus Liquiditätsgründen gehaltenen nicht-zirkulierenden Geldmenge nur gering sein. Außerdem würde dieser Effekt nur dann kontraktiv wirken, wenn dadurch die zirkulierende Geldmenge eingeschränkt würde. Da aber die zusätzlich aus Liquiditätsgründen gehaltene Geldmenge von der als Restgröße anfallenden nicht-zirkulierenden Geldmenge abgezogen werden kann, ergeben sich keine kontraktiven Wirkungen.

Eine Zinssenkung für Ersatzanleihen bedeutet eine Verbilligung des Umtausches von Sekundär- in Primärliquidität. Der Zinsverlust beim Umtausch wird geringer. Aber auch hier stellt sich die Frage, ob überhaupt der Wunsch vorhanden ist, Sekundär- in Primärliquidität umzuwandeln. Diese Frage muß verneint werden. Es besteht keine Tendenz zur Ausdehnung der effektiven Nachfrage. Das aber wäre der wichtigste Grund für den Umtausch. Selbst wenn sich die effektive Nachfrage ausdehnen würde, kann die zirkulierende Geldmenge ohne Zinsverlust aus der nicht-zirkulierenden Geldmenge ergänzt werden. Es bleibt noch die Möglichkeit, daß die Liquiditätspräferenz stark angestiegen ist. Dies dürfte für eine Depression zutreffen, da hier die negativen Erwartungen und das Vorsichtsmotiv stark in den Vordergrund treten. Aber auch das kann kein Grund für die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität sein. Die aus Liquiditätsgründen gehaltene Geldmenge kann in der Depression aus der überschüssigen Geldmenge, die als Rest anfällt, ergänzt werden. Das ist umso wahrscheinlicher, als diese Geldmenge keinen Zinsertrag erbringt und auch sonst keine Funktion erfüllt. Sie fällt einfach aufgrund nicht verwirklichter Erwartungen als Restgröße in der Kasse an. Es ist der Teil der Barkasse, für den die Besitzer in der Depression Anlagemöglichkeiten suchen, allerdings ohne sie zu finden, da sie zu hohe Sicherheitsanforderungen stellen.

Es ist kaum zu erwarten, daß von der Zinssenkung für Staatspapiere konjunkturell günstige Signalwirkungen ausgehen. Das Zinsniveau ist in der Depression ohnehin schon niedrig. Die Zinsreagibilität der Investitionen ist bei dieser Zinshöhe sehr gering. Daher wird sich auch die Signalwirkung der Zinssenkung für Staatspapiere kaum positiv bemerkbar machen.

2. Die Laufzeitverkürzung

Wenn das Mittel der Laufzeitveränderung expansiv eingesetzt werden soll, muß die durchschnittliche Laufzeit der gesamten Staatsschuld vermindert werden. Das kann man dadurch erreichen, daß man auslaufende lang- und mittelfristige Anleihen durch kurzfristige Anleihen ersetzt.

2.1. Der Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge

Durch die Laufzeitverkürzung erhöht sich der jährlich fällig werdende Tilgungsbetrag. Die Menge der Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr steigt. Infolge des schneller werdenden Verjüngungsprozesses der Staatsschuld erhöht sich die Sekundärliquiditätsmenge. Doch auch hier ist die Ausdehnung der Sekundärliquiditätsmenge noch kein Indiz für die Steigerung der Nachfrage. Dies wäre aber die Voraussetzung dafür, daß die ausgedehnte Sekundärliquiditätsmenge eine expansive Geldpolitik wirkungsvoll unterstützen würde. Auch wenn man annimmt, daß durch die Laufzeitverkürzung die im Bankensektor befindliche Sekundärliquiditätsmenge steigt, wird die Erweiterung des Kreditplafonds nicht ausgenutzt werden, da der Kreditplafond nur auf der Basis der Primärliquiditätsmenge der Banken noch nicht einmal annähernd ausgenutzt wird. Es ist daher äußerst unwahrscheinlich, daß die Ausdehnung der Sekundärliquiditätsmenge die gewünschten expansiven Wirkungen hat. Außerdem wird sich eine starke Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit später im Aufschwung sehr negativ bemerkbar machen, da sich die durchschnittliche Laufzeit zwar leicht verringern, aber nur mit Hilfe großer Zinserhöhungen wieder verlängern läßt.

2.2. Der Einfluß auf die Umwandlungsmöglichkeiten

Durch eine expansive Umschuldungsaktion in Form der Umwandlung auslaufender langfristiger Anleihen in Schatzwechsel werden die Möglichkeiten des Umtausches von Sekundär- in Primärliquidität erheblich verbessert. Ob sie jedoch in Anspruch genommen werden, erscheint auch hier fraglich. Der wesentlichste Unterschied zwischen Primär- und Sekundärliquidität in Form der Schatzwechsel¹⁾, der darin besteht, daß die Schatzwechsel noch Zinsen in Form des Disagios erbringen, läßt sich zwar durch eine Zinssenkung verringern, trotzdem bleibt es aber wahrscheinlich, daß der geringe Zinsvorteil dazu führt, daß Schatzwechsel und nicht Primärliqui-

¹⁾ Vgl. hierzu: A.G.Chandavarkar, Legal Tender Currency and Public Debt, P F 1961/62

dität gehalten werden. Das aber bedeutet, daß die erleichterten Umtauschmöglichkeiten nicht ausgenutzt werden. Der Maßnahme ist kein Erfolg beschieden. Die expansive Geldpolitik wird nicht oder nur in geringem Umfang unterstützt.

3. Die Umwandlung nicht-marktfähiger in marktfähige Staatspapiere

Durch die Umwandlung nicht-marktfähiger in marktfähige Staatspapiere ergibt sich eine Ausdehnung der Sekundärliquiditätsmenge, auch wenn die Ersatzanleihen die gleichen Laufzeiten haben wie die auslaufenden Anleihen. Ob diese Ausdehnung der Sekundärliquiditätsmenge eine expansive Wirkung hat, kann auch hier bezweifelt werden. Die Gründe für diese Zweifel wurden schon genannt. Auf die Primärliquiditätsmenge und auf die Umwandlungsmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität wird kein Einfluß ausgeübt.

Die Verbindung der Umwandlung von nicht-marktfähigen in marktfähige Staatspapiere mit einer Laufzeitverkürzung verstärkt das Wachstum der Sekundärliquiditätsmenge. Aber selbst in Verbindung mit einer Zinssenkung erscheint es kaum möglich, daß die expansive Geldpolitik durch dieses Mittel des Debt Managements wirkungsvoll unterstützt wird. Allerdings schaffen die Wirkungen des expansiven Debt Managements ein dem Aufschwung günstiges Klima. Aber selbst hier liegt nur eine Verstärkung der Tendenzen vor, die schon durch den expansiven Einsatz der Geldpolitik geschaffen wurden.

4. Die Gläubigerauswahl

Unterscheidet man auch hier vier Gläubigergruppen, Zentralbank, trend- und konjunktur-bestimmte Gruppe und das Ausland, so kommt man wieder zu dem Ergebnis, daß der Wechsel der Gläubiger allein keinen Einfluß auf die Sekundärliquiditätsmenge besitzt ¹⁾. Sind solche Einflüsse festzustellen, müssen sie einem anderen, gleichzeitig angewendeten Mittel des Debt Managements zugeschrieben werden. Ein Wechsel des Staatspapierbesitzes von der trend- zur konjunktur-bestimmten

¹⁾ Beim Wechsel zwischen Privaten und Zentralbank erhöht sich allerdings der Sekundärliquiditätsbestand der Privaten.

Gruppe erhöht die Wahrscheinlichkeit, daß Sekundär- in Primärliquidität umgewandelt wird. Ob die Möglichkeit ausgenutzt wird, bleibt dem freien Entschluß der Staatspapierbesitzer überlassen. Da sie noch genügend Primärliquidität in Form von als Rest anfallender nicht-zirkulierender Geldmenge in ihrer Kasse haben, werden sie kaum einen Umtausch vornehmen. Die Erleichterung der Umwandlungsmöglichkeiten bleibt ohne Wirkung.

Bei einem Wechsel des Staatspapierbesitzes vom privaten Bereich zur Zentralbank erhalten die Privaten Primärliquidität, die von der Zentralbank für die Ersatzanleihe neu geschaffen wurde. Ähnliche Wirkungen ergeben sich, wenn der Staat auslaufende Anleihen der Privaten durch Anleihen ersetzt, die im Ausland aufgenommen werden. Die Primärliquiditätsmenge des privaten Sektors dehnt sich aus, da die Devisen, die die Anleihe im Ausland erbringt, vom Staat bei der Zentralbank in inländische Währung umgewechselt werden, um damit die Ansprüche der Inlandgläubiger befriedigen zu können. Auch hier ist festzustellen, daß die Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge dem Staat teurer zu stehen kommt, als wenn er die Anleihe der Privaten durch eine zinslose Anleihe bei der Zentralbank ersetzen würde. ¹⁾

Es wurde gezeigt, daß der Besitzwechsel von Staatspapieren zwischen Privaten und Zentralbank die Primärliquiditätsmenge erhöht. Hat diese Wirkung expansive Folgen? Da auch die Geldpolitik, wenn sie expansiv eingesetzt wird, die Ausweitung der Primärliquiditätsmenge herbeiführen möchte, läuft die Frage darauf hinaus, ob eine Expansion der Geldmenge stimulierend auf die Nachfrage wirkt oder nicht. Das ist die alte Frage, die die Quantitätstheoretiker mit einigen Einschränkungen mit ja ²⁾, die stärker an der Nachfrage ausgerichteten Geldtheoretiker ³⁾ mit nein zu beantworten pflegen. Die Frage

¹⁾ Die Zentralbanken geben heute kaum zinslose Kredite an den Staat. Vgl. aber: W. Albers, a.a.O., S. 43; "Das heißt, man sollte bei den 'Liquiditätshilfen der Notenbank auf einen Zins ... verzichten'".

²⁾ Vgl. z.B.: A. Forstmann, Geld und Kredit, Göttingen 1952, S.163-176

³⁾ Vgl. z.B.: W. Stützel, Ist die schleichende Inflation mit monetären Maßnahmen zu beeinflussen? Beihefte zur Konjunkturpolitik, Heft 7.

wurde im 5. Kapitel dieser Arbeit erörtert. Die dort herausgearbeitete Konzeption, die der ganzen Arbeit zugrunde liegt, sagt aus, daß eine Geldmengenausweitung Voraussetzung einer Nachfrageerhöhung ist, daß aber die Nachfrage von anderen Faktoren angeregt werden muß. Demnach hat die Ausweitung der Primärliquiditätsmenge durch den Wechsel von Staatspapieren des privaten Sektors zur Zentralbank oder in- zu ausländischer Verschuldung keinen expansiven Effekt. Der Wechsel der Gläubiger in Verbindung mit den anderen Instrumenten des Debt Managements hat zwar eine Ausdehnung der Sekundär- und Primärliquiditätsmenge und dazu eine Erleichterung des Umtausches von Sekundär- in Primärliquidität zur Folge, aber solange die nötige Nachfrage fehlt, wird kein Aufschwung einsetzen.

5. Die Wirkungen der Kurspflege

Kurspflege wird betrieben, um die Kurse der Staatspapiere zu stabilisieren. In der Depression werden die Kurse steigen. Dafür gibt es zwei Gründe. Die Realverzinsung muß sich anpassen und die Gläubigerpapiere mit fester Verzinsung sind gegenüber Eigentümerpapieren mit variabler Verzinsung im Vorteil. Kommt noch eine Zinssenkung für die Ersatzanleihen hinzu, werden die Kurse der anderen Staatspapiere wegen der Angleichung der Realverzinsung ebenfalls steigen.

Es wurde früher festgestellt, daß durch die Anwendung der Kurspflege die Sekundärliquiditätsmenge ausgedehnt wird und die Umwandlungsmöglichkeiten erleichtert werden. Inwieweit sind diese Aussagen auch in der Depression gültig? Wenn die Kurse der Staatspapiere stabilisiert werden sollen und die Kurse haben eine Tendenz zum Steigen, so müssen von der Institution die mit der Kurspflege beauftragt ist, i.d.R. die Zentralbank, Staatspapiere verkauft werden. Das Angebot muß künstlich erhöht werden. Beim Verkauf von Staatspapieren durch die Zentralbank wird dem privaten Bereich Primärliquidität entzogen. Diese Maßnahme widerspricht dem Bemühen einer expansiven Geldpolitik, die Geldmenge auszudehnen. Zwar wird gleichzeitig auch die Sekundärliquiditätsmenge ausgedehnt,

aber die Einschränkung der Primärliquiditätsmenge hat wohl einen stärkeren, kontraktiven Effekt. Der Nettoeffekt wird also kontraktiv sein. Die Kursstabilisierung würde auch den Wirkungen der Maßnahme entgegenlaufen, die bisher als die am erfolgversprechendste bezeichnet wurde, dem Wechsel des Staatspapierbesitzes von Privaten zur Zentralbank. Dies hatte, wie gezeigt wurde, eine Expansion der Primärliquiditätsmenge zur Folge. Durch die Stabilisierung der Kurse der Staatspapiere würde diese Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge wieder rückgängig gemacht.

Die Erleichterung der Umtauschmöglichkeiten dürfte auch keinen expansiven Effekt haben, da bei steigenden Kursen kaum jemand zu einem Umtausch bereit ist. Dazu kommt noch, daß die Versorgung der Wirtschaft mit Primärliquidität in dieser konjunkturellen Phase mehr als gesichert ist.

Die Kurspflege hat also insgesamt bei steigenden Kursen der Staatspapiere eine kontraktive Wirkung. In der Depression sollte man sie daher unterlassen. Es besteht auch keinerlei Notwendigkeit, Kursstützungsaktionen durchzuführen, da das Ziel der Erhaltung eines günstigen Marktes durch die Steigerung der Kurse nicht verletzt wird und die Zinskosten für den Staat sinken. Die Kursstabilisierung hat nur in einer konjunkturellen Phase, dem Aufschwung, Bedeutung. Im Aufschwung verändern sich die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte. Die Kurse der Eigentümerpapiere, die wieder eine bessere Rendite versprechen, werden steigen, die Kurse der Staatspapiere tendieren zu fallen. Werden nun die überhöhten Kurse gestützt, so muß die Zentralbank Staatspapiere gegen Primärliquidität kaufen. Die Primärliquiditätsmenge wird ausgedehnt. In dieser Phase unterstützt dann die Kurspflege eine expansive Geldpolitik.

6. Zusammenfassung

Bei einer zusammenfassenden Betrachtung der Wirkungen des expansiven Debt Managements kommt man zu einem wenig positiven Ergebnis. Eine expansive Geldpolitik ist allein in der Lage, die Geldversorgung der

Wirtschaft so zu gestalten, daß von dieser Seite einem Aufschwung nichts im Wege steht. Die expansive Geldpolitik bewirkt, daß alle Quellen zur Erweiterung der zirkulierenden Geldmenge aufgefüllt werden. Die Kreditschöpfung der Geschäftsbanken kann ohne weiteres ausgedehnt werden, wenn eine entsprechende Nachfrage vorhanden ist und die Banken ihre Anforderungen an die Sicherheit der Kredite herabsetzen. Eine Erweiterung der zirkulierenden Geldmenge könnte auch dadurch ermöglicht werden, daß als Rest angefallene nicht-zirkulierende Geldmenge in zirkulierende Geldmenge umgewandelt wird. Wegen der mangelnden Nachfrage besteht aber kein Wunsch nach Umwandlung.

Das expansive Debt Management kann den dritten Faktor zur Ausdehnung der zirkulierenden Geldmenge, die Sekundärliquiditätsmenge, erhöhen. Es ist aber wenig wahrscheinlich, daß die Nachfrage davon wirklich stimuliert wird. Das Klima für einen Aufschwung wird eventuell etwas verbessert, aber eine Steigerung der Nachfrage ist kaum wahrscheinlich. Zwei Mittel des Debt Managements wirken direkt auf die Primärliquiditätsmenge ein. Wenn Staatspapiere vom privaten Sektor an die Zentralbank oder an das Ausland verkauft werden, erhöht sich die Primärliquiditätsmenge. Im Aufschwung erweitert die Kurspflege ebenfalls die Primärliquiditätsmenge. Aber auch davon werden kaum Wirkungen auf die effektive Nachfrage ausgehen.

Im Grunde handelt es sich um die Frage, ob eine Depression mit Hilfe der Geldpolitik überwunden werden kann oder nicht. Die Expansion der Geldmenge und der Größen, durch die die zirkulierende Geldmenge erhöht werden kann, wird durch das Debt Management unterstützt werden. Aber eine Expansion der Geldmenge oder der anderen Größen, die die Primärliquidität erhöhen können, bedeutet unmittelbar noch nicht, daß die Nachfrage wirklich steigt. Die Nachfrage muß durch eine zusätzliche Staatsnachfrage steigen. Das wiederum setzt eine Neuverschuldung voraus. Die Neuverschuldung soll aber hier nicht behandelt werden.

Zusammen mit einer expansiven Geldpolitik ist jedoch das Debt Management in der Lage, geeignete Bedingungen zu schaffen, um einer zusätzlichen Nachfrage des Staates eine hohe Effizienz zu sichern.

9. Kapitel Die Effizienz des Debt Managements

In den beiden vorhergehenden Kapiteln wurden die Möglichkeiten und die Wirkungsweise des Debt Managements behandelt. Jetzt muß noch gefragt werden, wie es um die Realisierung der Möglichkeiten des Debt Managements bestellt ist. Dazu müssen zunächst die Voraussetzungen geklärt werden, die gegeben sind bzw. gegeben sein müßten, um einen effizienten Einsatz des Debt Managements zu gewährleisten. Es wird zuerst auf die Bedeutung der Höhe der Staatsschuld, anschließend auf die institutionellen Voraussetzungen und am Ende auf die geldpolitische Effizienz des Debt Managements eingegangen.

1. Die Bedeutung der Höhe der Staatsschuld

Die Staatsschuld der meisten westlichen Industrienationen ist relativ hoch ¹⁾. Die Staatsschulden entstanden hauptsächlich durch die Finanzierung der beiden Weltkriege und durch die daraus entstandenen Kriegsfolgelasten. Nun ist zwar die absolute Höhe der Staatsschuld von großer Bedeutung, aber es sind auch noch andere Aspekte zu beachten.

1.1. Die absolute Höhe der Staatsschuld

Es wurde schon im 2. Kapitel darauf hingewiesen, daß nur ein Teil der Staatsschuld durch das Debt Management beeinflußt werden kann. Die Verteilung der Staatsschuld auf Zentral- und Gliedstaaten muß hierbei besonders berücksichtigt werden. Durch die dezentralisierte Schuldenverwaltung der Gebietskörperschaften wird ein sinnvoller Einsatz des Debt Managements sehr erschwert. In der Realität können die Mittel des Debt Managements nur zur Manipulierung der Staatsschulden des Zentralstaates benutzt werden, da heute noch eine sinnvolle Koordination der Schuldenpolitik der Gebietskörperschaften fehlt.

Die absolute Höhe der Staatsschuld läßt es als unrealistisch erscheinen, an eine völlige Nettotilgung zu denken. Daher sehen sich die meisten Staaten heute gezwungen, mit einer Staatsschuld von

¹⁾ Eine Ausnahme bildet die BRD, da die Inlandsschulden des Deutschen Reiches nicht übernommen wurden.

großer Höhe zu leben. Daß von einer hohen Staatsschuld destabilisierende Wirkungen auf den Wirtschaftsablauf ausgehen können, wenn sie nicht richtig gehandhabt wird, wurde gezeigt. Daher macht gerade das "Leben mit der hohen Staatsschuld" einen sinnvollen, zielgerichteten Einsatz der Mittel des Debt Managements notwendig.

1.2. Der Anteil der Staatsschuld am Sozialprodukt

Um die Höhe einer Staatsschuld beurteilen zu können, benötigt man einen Maßstab. Am geeignetsten scheint dazu die Höhe des Sozialproduktes zu sein. Die folgende Tabelle 5 zeigt die Entwicklung von Staatsverschuldung und Sozialprodukt für die USA und die BRD.

Tab. 5 Staatsschulden und Sozialprodukt in den Vereinigten Staaten in Mrd. US \$ und in der BRD in Mrd. DM

Vereinigte Staaten				Bundesrepublik Deutschland		
Jahr	Brutto schuld (1)	Sozial produkt (2)	(1) in v.H.von (2)	Schuld (3)	Sozial produkt (4)	(3) in v.H.von (4)
1950	257	285	90,2	6	97	6,1
1951	260	329	79,0	7	120	5,8
1952	267	347	76,9	9	136	6,6
1953	275	365	75,3	9	146	6,2
1954	279	363	76,8	11	156	7,0
1955	281	398	70,6	11	180	6,1
1956	277	419	66,1	11	199	5,5
1957	275	443	62,0	22	216	10,1
1958	283	445	63,5	23	232	9,9
1959	291	483	60,2	26	251	10,3
1960	291	503	57,8	31	297	10,4
1961	297	519	57,2	30	326	9,2
1962	304	554	54,8	32	355	9,0

Quelle für die USA: Economic Report of the President 1963, S. 171 und 235

Quelle für die BRD: Statistische Jahrbücher für die BRD 1952-64

In den USA ist ein rapides Fallen des Anteiles zu verzeichnen. 1950 betrug der Anteil noch 90 v.H., 1962 nur noch 54,8 v.H. Die Staatsschuld des Zentralstaates ist also in den Vereinigten Staaten sehr viel langsamer gewachsen als das Sozialprodukt. Der zu Beginn hohe Anteil ist auf die Kriegsfinanzierung und die Kreditgewährung im Rahmen des Recovering-Programms nach dem Krieg zurückzuführen. In der BRD ist ein hohes Wachstum der absoluten Staatsschuld bis 1962 um fast 500 % im Vergleich mit 1950 festzustellen. Der Anstieg bezogen auf das Sozialprodukt betrug 3 %. Der Anteil von weniger als 10 % in der BRD ist im Vergleich zu den USA mit über 50 % aber immer noch gering. Das hat eine besondere Bedeutung für die Zinsbelastung des Budgets, die in den USA 10 v.H. überschreitet ¹⁾. Aber auch die Geldpolitik muß in den USA in stärkerem Umfang mit den Wirkungen der Staatsschuld rechnen als in der BRD. Die Auswirkungen der Staatsschuld auf den Wirtschaftsa-blauf hängen jedoch nicht allein von der absoluten Höhe, der Verteilung auf Zentral- und Gliedstaaten und vom Anteil der Staatsschuld am Sozialprodukt ab, sondern auch von der Fristigkeit der Staatsschuld. Auf die Bedeutung der Fristigkeit soll jetzt näher eingegangen werden.

1.3. Die Fristigkeit der Staatsschuld

Von einer hohen absoluten Staatsschuld müssen nicht unbedingt negative geldpolitische Wirkungen ausgehen. Besteht die Schuld nur aus ewigen Renten, die nicht getilgt werden, so werden keine Papiere fällig und es gibt auch keine Staatspapiere, die die Fähigkeit haben, die Primärliquiditätsmenge auszudehnen ²⁾. Ein Debt Management erübrigt sich. Besteht hingegen die Staatsschuld aus langfristigen Staatspapieren, bei denen nur der Staat als Schuldner ein Kündigungsrecht hat, so bietet sich folgende Steuerungsmöglichkeit der Liquiditätsversorgung an: "Converting money into consols is an anti-inflation measure; converting consols into money is a reflationary or anti-deflation measure; and that is that" ³⁾.

¹⁾ Für 1960 z.B. 11,7 v.H. Vgl. : Report on Money and Credit, S.96

²⁾ Von der Lombardfähigkeit wird aus den im 2. Kapitel angegebenen Gründen abgesehen. Auch die Kurspflege bleibt außer Betracht.

³⁾ H. Simons, a.a.O., S. 357

Das Debt Management würde dadurch sehr stark vereinfacht. Leider besteht aber die Staatsschuld weder nur aus ewigen Renten noch nur aus langfristigen Staatspapieren. Vielmehr setzt sie sich aus Staatspapieren zusammen, deren Fristigkeiten sehr unterschiedlich sind.

Die kurzfristigsten Staatspapiere besitzen den höchsten Liquiditätsgrad, d.h. sie lassen sich am leichtesten in Primärliquidität umwandeln. Es läßt sich daher nicht ohne weiteres sagen, eine niedrigere Staatsschuld behindere die Geldpolitik weniger als eine hohe. Vielmehr kommt es auf die Fristigkeitsstruktur beider Schulden an. Die niedrigere Staatsschuld kann die Wirksamkeit der Geldpolitik sehr viel stärker beeinträchtigen, wenn die zur Sekundärliquiditätsmenge zählende Schuld größer ist als bei der hohen Staatsschuld eines anderen Landes.

Daher muß bei allen Erörterungen über das Debt Management sowohl die absolute Höhe der Staatsschuld in Verbindung mit dem Sozialprodukt als auch die Fristigkeit berücksichtigt werden. Im Falle einer geringen durchschnittlichen Laufzeit der Staatsschuld liegt die vordringlichste Aufgabe des kontraktiv eingesetzten Debt Managements in einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit. Bei einer längeren durchschnittlichen Laufzeit der gesamten Schuld werden die anderen Mittel des Debt Managements die Hauptaufgaben zu übernehmen haben, da ihr Einsatz mit geringeren Kosten verbunden ist.

2. Die institutionellen Voraussetzungen

Bei allen Diskussionen um die Fragen des Debt Managements stehen sich zwei Ansichten konträr gegenüber. "Another objection of the opponents of countercyclical debt management is that its stabilizing effects are so slight that little is gained, and that the destabilization effects of the interest minimization are also so slight that little is lost." ¹⁾ Es wird also behauptet, daß die Maßnahmen des Debt Managements viel kosten und wenig erreichen. Gleichzeitig wird noch die Ansicht vertreten, daß die Verfolgung des fiskalischen Zieles die Kosten verringere und kaum destabilisierende Wirkungen verursache. Daß das Debt Management wenig erreiche, wurde in den ersten beiden Kapiteln dieses Teiles widerlegt. Es wurde gleichzeitig gezeigt, daß die Ausrichtung am fiskalischen Ziel starke destabilisierende Tendenzen mit sich bringt. Es bleibt also noch die nicht widerlegbare Behauptung, daß die Maßnahmen des Debt Managements dem Staat Kosten verursachen. Damit vereinfacht sich das Problem auf die Frage, ob die geldpolitische Stabilisierung höher einzuschätzen sei als die Verringerung der Kosten. Dieser Zielkonflikt ist bei den folgenden Ausführungen im Auge zu behalten.

2.1. Die wirtschaftspolitische Willensbildung

Damit das Instrumentarium des Debt Managements überhaupt angewendet wird, muß die nötige Erkenntnis und der Wille zur Anwendung vorhanden sein. Das klingt banal. Es bedeutet jedoch, daß der geschilderte Zielkonflikt zugunsten des Debt Managements gelöst werden muß. Wenn man berücksichtigt, daß bei der Erstellung eines Eventualbudgets ein ähnlicher Zielkonflikt zu lösen wäre, und die Schwierigkeiten betrachtet, die dieser konjunkturpolitisch notwendigen Maßnahme entgegenstehen, so kann man ermessen, welche Widerstände sich der Anwendung der Mittel des Debt Managements entgegenstellen werden. Es genügt nicht, theoretische Erkenntnisse zu gewinnen. Erst durch entsprechende institutionelle Veränderungen wird diesen Erkenntnissen die Möglichkeit gegeben, in der Realität wirksam zu werden.

¹⁾ Report on Money and Credit, S. 104

2.2. Die dezentralisierte Willensbildung

Einer dieser Widerstände, der zunächst aus dem Weg geräumt werden müßte, liegt in der dezentralisierten Willensbildung begründet, die bei allen Entscheidungen über Maßnahmen des Debt Managements vorherrscht. In der BRD befassen sich z.B. das Schatzministerium und das Bundesministerium für Finanzen, die Bundesschuldenverwaltung und die Bundesbank mit Fragen der Staatsschuld ¹⁾. Daß die ersten drei Institutionen mehr den fiskalischen Aspekt vertreten, während die Bundesbank die Geldwertstabilität in den Vordergrund rückt, ist verständlich. Wenn sich vier Verwaltungseinheiten, noch dazu mit verschiedener Rangordnung der Ziele, mit Fragen der Schuldenpolitik beschäftigen, wird eine koordinierte, zielgerichtete Willensbildung erheblich erschwert. Eine Vereinheitlichung auf diesem Sektor wäre unbedingt erforderlich, da sonst zu verschiedene Einflüsse auf das Debt Management einwirken, die einen rationalen Einsatz seiner Mittel behindern.

2.3. Die dezentralisierte Schuldenverwaltung

Hier muß noch einmal auf die Probleme eingegangen werden, die dadurch entstehen, daß jede Gebietskörperschaft das Recht hat, sich am Kapitalmarkt zu verschulden. In der BRD z.B. beträgt der Anteil von Ländern und Gemeinden an der gesamten öffentlichen Verschuldung etwa 50 v.H. Dabei haben die Gemeinden, die naturgemäß am stärksten dezentralisiert sind ²⁾, allein einen Anteil von 30 v.H. Wenn nun der Bund mit der Hälfte der Staatsschuld Debt Management betreibt und sich Länder und Gemeinden nicht an den Grundsätzen des Bundes ausrichten, so können die Maßnahmen des Bundes schwerlich erfolgreich sein.

¹⁾ Vgl. H. Rittershausen, Die Zentralnotenbank, Frankfurt 1962, S. 34/35. O. Veit, Grundriß der Währungspolitik, Frankfurt 1961, S. 242 f.

²⁾ In der BRD gibt es 24 468 Gemeinden; vgl. Statistisches Jahrbuch für die BRD 1965, S. 40.

Die föderative Struktur ¹⁾ und der Selbstverwaltungsgedanke ²⁾ sind im Grundgesetz verankert. Ohne die entsprechende finanzielle Regelung können beide Ideen nicht verwirklicht werden. Da hier innerhalb der bestehenden Rechtsordnung diskutiert werden soll, muß bei der Änderung der dezentralisierten Schuldenverwaltung, diesen Gegebenheiten Rechnung getragen werden.

2.4. Ein Reformvorschlag

Bei einer Reform der institutionellen Bedingungen, die nach der heutigen Regelung einer Anwendung der Instrumente des Debt Managements nicht günstig sind, müssen die beiden erwähnten Gesichtspunkte beachtet werden. Es muß eine zentrale Willensbildung über alle Entscheidungen des Debt Managements gewährleistet werden. Dazu ist es nötig, auch eine zentrale Schuldenverwaltung für Länder und Gemeinden einzuführen. Die Regelungen des Grundgesetzes dürfen dabei nicht verletzt werden.

2.4.1. Die zentrale Schuldenverwaltung

Die finanzielle Unabhängigkeit der Gebietskörperschaften als wichtiger Grundpfeiler des föderativen Systems muß erhalten bleiben. Folgende Regelung über eine zentrale Schuldenverwaltung würde dem nicht widersprechen. Jede Gebietskörperschaft fertigt einen Schuldenplan an, der bei der zentralen Schuldenverwaltung eingereicht wird. Diese nimmt dazu beratend aber ohne Weisungsbefugnis Stellung, d.h. der Plan kann auch verwirklicht werden, wenn er von der zentralen Schuldenverwaltung mißbilligt wird ³⁾). Damit wäre die finanzielle Unabhängigkeit in Bezug auf die Aufnahme von Krediten am Kapitalmarkt gesichert.

¹⁾ Art. 20,1 GG in Verbindung mit Art. 79,3 GG

²⁾ Art 28,2 GG

³⁾ Besser wäre es, der zentralen Schuldenverwaltung ein absolutes oder aufschiebendes Vetorecht zuzugestehen. Aber selbst ein aufschiebendes Vetorecht dürfte sich bei der heutigen starken Stellung der Länder kaum durchsetzen lassen. Trotz des fehlenden Vetorechts wäre aber die vorgeschlagene Lösung immer noch besser als die heute praktizierte.

Das zentrale Amt übernimmt nun die Emission, deren Bedingungen von der einzelnen Gebietskörperschaft bestimmt wurden. Gleichzeitig wird ihm die Emission von Ersatzanleihen und die Tilgung alter Anleihen übertragen. Das Amt leitet den Gebietskörperschaften die Mittel zu und erhält von ihnen die Tilgungsbeträge.

Diese zentrale Schuldenverwaltung hat gegenüber der dezentralisierten Form erhebliche Vorteile. Das zentrale Amt besitzt einen genauen Überblick über alle laufenden Staatsschulden, ihre Höhe und ihre Fälligkeitsstruktur. Dadurch ist die Voraussetzung gegeben, daß die zentrale Schuldenverwaltung alle Möglichkeiten des Debt Managements ausnutzen kann. Die Emissionen dieser zentralen Stelle würden ziemlich regelmäßig erfolgen. Das Publikum würde sich an diese Emissionen gewöhnen und es gingen von diesen Anleihen wahrscheinlich auch gewisse "Signalwirkungen" ¹⁾ aus, die eine positive Wirkung zeitigen könnten, ohne daß ein massiver Einsatz wirtschaftspolitischer Mittel notwendig wäre ²⁾.

2.4.2. Die institutionelle Einordnung der zentralen Schuldenverwaltung

Es muß nun noch genauer auf die Problematik des Konfliktes zwischen fiskalischem Ziel und Geldwertstabilisierung durch das Debt Management eingegangen werden. Diese Frage hängt eng mit der institutionellen Einordnung der zentralen Schuldenverwaltung zusammen.

Eine Verselbständigung der zentralen Schuldenverwaltung also Parallelstellung zur Zentralbank, wäre zu erwägen. Dadurch wird der Konflikt jedoch nicht entschieden. Diskrepanzen mit einem der Bundesministerien oder mit der Zentralbank als Hüterin der Währung würden mit Sicherheit auftreten. Da die zentrale Schuldenverwal-

¹⁾ K.H. Hansmeyer, a.a.O., S. 82

²⁾ Vgl. hierzu auch die Reformvorschläge von J.M. Culbertson, a.a.O., S. 89. Culbertson geht von einem "annual bench-mark pattern" aus, "defined as one that if adhered to would preserve an approximately unchanged maturity structure of the debt,". Culbertson ist der Ansicht, daß es durch ein Abweichen von dem neutral wirkenden Tilgungsprogramm in kontraktiver oder expansiver Richtung möglich sei, die konjunkturellen Schwankungen auszugleichen.

tung keinen direkten sondern nur beratenden Einfluß auf die Ausstattungsbedingung der Anleihe hätte, wäre sogar ein leichtes Übergewicht der fiskalischen Zielsetzung zu verzeichnen.

Eine Eingliederung in das Finanzministerium würde bedeuten, daß dem fiskalischen Ziel Vorrang eingeräumt wird. In diesem Fall dürfte die Geldwertstabilisierung hinter das fiskalische Ziel zurücktreten.

Würde man die zentrale Schuldenverwaltung der Zentralbank zuordnen ¹⁾, so käme das fiskalische Ziel immer noch zur Geltung, weil die Anleihebedingungen von den Gebietskörperschaften bestimmt würden. Andererseits hätte die Zentralbank, die die Geldpolitik bestimmt, eine wichtige Möglichkeit in die Hand bekommen, um eine sinnvolle Gesamtliquiditätspolitik betreiben zu können. Trotz des fiskalisch bestimmten Einflusses der Gebietskörperschaften, der wegen der Erhaltung der föderativen Staatsstruktur notwendig ist, würde die Zentralbank das Debt Management wirkungsvoller einsetzen können, als das heute bei dezentralisierter Willensbildung und Schuldenverwaltung möglich ist.

¹⁾ Zum Verhältnis Zentralbank und Schuldenverwaltung vgl.: M. Palyi, a.a.O., S. 35

3. Die geldpolitische Effizienz des Debt Managements

Nach der Erörterung der institutionellen Schwierigkeiten die dem effizienten Einsatz des Debt Managements entgegenstehen, soll auf die geldpolitische Wirksamkeit des Debt Managements eingegangen werden. Dabei wird unterstellt, daß die institutionellen Schwierigkeiten schon gelöst sind.

3.1. Allgemeine Überlegungen zur Wirksamkeit des Debt Managements

Man muß sich zunächst zwei Aspekte des ganzen Problems in Erinnerung rufen. Die Gleichung der Gesamtliquidität lautet:

$$(11) GL = M_z + M_{nz} + (1-k) d (M_B + SL_B) + SL_P + (TE+SE)$$

Die zirkulierende Geldmenge kann durch drei Faktoren ¹⁾ erhöht werden, die relativ unabhängig voneinander bestehen. Das Debt Management kann aber nur einen Teil der Ausdehnungsmöglichkeiten der zirkulierenden Geldmenge beeinflussen, nämlich die Sekundärliquidität. Die anderen beiden Möglichkeiten, die nicht-zirkulierende Geldmenge und das nicht-ausgeschöpfte Kreditvolumen der Geschäftsbanken, liegen außerhalb des Einflusbereiches des Debt Managements.

Es muß jetzt noch eine vereinfachende Annahme ~~aufgegeben werden~~, die zu Beginn des 5. Kapitels gemacht wurde. Die Sekundärliquidität besteht nicht allein aus Staatspapieren. Sie enthält auch noch die Handelswechsel und die Forderungen gegenüber dem Ausland, da beide leicht und schnell in zusätzliche Primärliquidität umgetauscht werden können. Die Wirkungen, die von diesen beiden Größen ausgehen, liegen außerhalb des Bereiches, den das Debt Management kontrollieren kann. Die beiden ersten Faktoren zur Ausdehnung der zirkulierenden Geldmenge, die nicht-zirkulierende Geldmenge und der nicht-ausgenutzte Kreditplafond, können zum Teil mit den Mitteln der traditionellen Geldpolitik gesteuert und kontrolliert werden. Dabei sind eventuell die Vorschläge von M. Mitnitzky über die Kontrolle der nicht-zirkulierenden Geldmenge zu berücksichtigen. ²⁾

¹⁾ Auch hier bleiben die Termin- und Spareinlagen unberücksichtigt.

²⁾ M. Mitnitzky, a.a.O., S. 35 f

Die Sekundärliquiditätsmenge kann zum Teil durch das Debt Management kontrolliert werden. Die Schwierigkeiten, die bei der Kontrolle der zur Sekundärliquiditätsmenge gehörenden Staatspapiere auftreten, wurden gezeigt. Es bleibt aber ein beträchtlicher Rest von Sekundärliquidität, nämlich die Handelswechsel und die Guthaben der Inländer im Ausland, die bisher nur sehr schwer unter die Kontrolle wirtschaftspolitischer Instanzen gebracht werden können. Die Diskontierung bzw. Rediskontierung von Handelswechseln kann über den Diskontsatz und über Rediskontkontingente beeinflusst werden. Solange aber Möglichkeiten existieren, durch wirtschaftliche Verbindungen mit dem Ausland die Primärliquiditätsmenge auszudehnen, und solange die Geldpolitik dies nicht verhindern kann, bleibt immer noch die Schwierigkeit bestehen, daß ein Teil der Gesamtliquidität der Volkswirtschaft unkontrolliert ausgedehnt wird. Immerhin gelingt es bei entsprechendem Einsatz des Debt Managements, eine weitere Möglichkeit zur Erweiterung der Gesamtliquidität unter die Kontrolle verantwortlicher, wirtschaftspolitischer Instanzen zu bringen. Gelänge es noch, die Wirkungen des Auslandes auf die Sekundärliquiditätsmenge in ausreichendem Umfang zu beeinflussen, so könnte man von einer wirklich effizienten Gesamtliquiditätspolitik sprechen.

3.2. Die geldpolitische Effizienz bei kontraktivem Einsatz des Debt Managements

Sieht man von den genannten Schwierigkeiten ab, so ist das kontraktiv eingesetzte Debt Management durchaus in der Lage, einen wertvollen Beitrag zu einer kontraktiven Geldpolitik zu leisten. Der geeignete Einsatz des Debt Managements kann verhindern, daß die Sekundärliquiditätsmenge anwächst. Außerdem kann man dadurch die Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität erschweren. Durch den geeigneten Einsatz des Debt Managements ist es möglich, die Primärliquiditätsmenge direkt zu verringern. Sind die beiden anderen Möglichkeiten der Ausdehnung der zirkulierenden Geldmenge, die nicht-zirkulierende Geldmenge und der nicht-ausgeschöpfte Kreditplafond der Banken, völlig ausgelastet, so verhindert das Debt Management, daß die zirkulierende Geldmenge und damit die effektive Nachfrage weiter wächst.

3.3. Die geldpolitische Effizienz bei expansivem Einsatz des Debt Managements

Bei expansivem Debt Management ist die Wirksamkeit sehr viel geringer. Da in einer Situation, in der das Debt Management expansiv eingesetzt wird, die gesamte Wirtschaft bei Annahme einer expansiven Geldpolitik schon liquide ist, wird von der Erweiterung der Sekundärliquidität und von der Verbesserung der Umtauschmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität kaum eine große Wirkung ausgehen. Das expansive Debt Management erhöht aber sicherlich die Sekundärliquiditätsmenge und verbessert die Umtauschmöglichkeiten. Da aber die entsprechende Nachfrage fehlt, werden diese Möglichkeiten kaum ausgenutzt. Genau wie bei der expansiven Geldpolitik sind die Wirkungen des expansiv eingesetzten Debt Managements beschränkt. Es kann nur die Voraussetzungen für einen Aufschwung schaffen, nicht jedoch den Aufschwung selbst hervorrufen. Dazu ist eine Neuverschuldung und eine entsprechende Ausgabenpolitik des Staates notwendig.

10. Kapitel Zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse

In diesem letzten Kapitel sollen die Ergebnisse der Untersuchung zusammengefaßt werden. Die zentralen Fragen, die die Arbeit zu lösen hatte, wurden in der Einleitung erörtert. Es war erstens zu klären, wie Staatspapiere die Primärliquiditätsmenge ausdehnen können. Zum zweiten mußten die Wirkungen dieser Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge auf den Geldwert behandelt werden. Diese beiden Fragen hatten diagnostischen Charakter, während das dritte Problem, wie man mit Hilfe des Debt Managements die Einflüsse, die von den Staatspapieren auf das wirtschaftliche Geschehen ausgehen, steuern, kontrollieren und sinnvoll mit der Geldpolitik koordinieren kann, mehr therapeutischer Natur war. Unter diesen drei übergeordneten Gesichtspunkten sollen die Ergebnisse der Arbeit dargestellt werden.

1. Die Voraussetzungen der Untersuchung

Die grundsätzliche Bedingung muß in der konstanten Höhe der Staatsschuld gesehen werden. Diese Bedingung wurde eingeführt, damit die Wirkungen der Instrumente des Debt Managements nicht von den Einflüssen einer pro- oder antizyklischen Schuldenpolitik überlagert werden. Die Annahme gestattet es zu untersuchen, was geschieht, wenn die Ausstattung und Zusammensetzung einer konstanten Staatsschuld variiert werden.

Zweitens wurde angenommen, daß alle Aussagen gesamtwirtschaftlich zu verstehen sind. Diese Annahme wirkt sich insbesondere auf den im 4. Kapitel herausgearbeiteten Sekundärliquiditätsbegriff aus. Es wurde dort nämlich nicht auf die individuelle Liquidität der einzelnen Wirtschaftssubjekte abgestellt, sondern der Liquiditätsbegriff wurde genauer unterteilt. Dabei erfolgte eine Unterscheidung zwischen Primär-, Sekundär- und Tertiärliquidität. Der Begriff der Sekundärliquidität stand dabei im Vordergrund. In der Sekundärliquiditätsmenge werden in der Arbeit alle die Wertpapiere zusammengefaßt, die gesamtwirtschaftlich die Primärliquidität ausdehnen können. Auch alle späteren Überlegungen, insbesondere beim Verhalten der Banken, das am Verhalten einer einzelnen Bank illu-

striert wurde, bezogen sich nicht auf einzelne Wirtschaftssubjekte, sondern auf ganze Wirtschaftsgruppen. Die Aussagen im geldtheoretischen Teil waren ebenfalls gesamtwirtschaftlich zu verstehen.

Unter diesen beiden grundsätzlichen Annahmen wurde die Untersuchung durchgeführt, deren Ergebnisse jetzt unter den drei Gesichtspunkten, Möglichkeiten der Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge durch Staatspapiere, die geldtheoretische Bedeutung der Staatspapiere und der sinnvolle Einsatz des Debt Managements, dargestellt werden sollen.

2. Die Möglichkeiten der Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge durch Staatspapiere

Es waren vier Möglichkeiten der Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge unterschieden worden. Die erste Möglichkeit wurde schon im 2. Kapitel genannt, die drei anderen wurden im 6. und 7. Kapitel behandelt.

2.1. Die Schatzwechsel

Im 2. Kapitel wurde ausführlich auf die Einlösepflicht der Zentralbank für Schatzwechsel eingegangen. Schatzwechsel müssen de-facto von der Zentralbank eingelöst werden, wenn die Banken, oder z.B. in den USA auch private Wirtschaftssubjekte, der Zentralbank Schatzwechsel zur Einlösung präsentieren. Sie sind daher geeignet, die Primärliquiditätsmenge auszudehnen. In der BRD besteht für die Bundesbank juristisch keine Muß-Vorschrift für die Einlösung, sondern eine Kann-Vorschrift. Nach übereinstimmender Ansicht der Kommentare zum Bundesbankgesetz besteht jedoch eine de-facto Einlösepflicht der Bundesbank, da die Schatzwechsel des Staates über die Bundesbank begeben werden und damit eine wechselmäßige Verpflichtung der Bundesbank begründet wird.

Als weiteres Ergebnis war festzuhalten, daß die Begrenzung des Schatzwechselumlaufes durch § 20 BBG auf 3 Mrd. für den Bund nur bedingt gilt, da nach § 42 BBG Ausgleichsforderungen in Schatzwechsel umgewandelt werden können, ohne daß diese Schatzwechsel auf den Plafond des § 20 BBG angerechnet werden.

Die Schatzwechsel zählen wegen ihrer leichten Umtauschmöglichkeit zur Sekundärliquiditätsmenge. Sie besitzen den höchsten Liquiditätsgrad aller Staatspapiere, die zur Sekundärliquiditätsmenge gerechnet werden.

2.2. Die attrition rates

Eine weitere Möglichkeit zur Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge durch Staatspapiere besteht darin, daß ein Teil der Anleihe, die eine auslaufende Anleihe ersetzen soll, nicht gezeichnet wird. Dadurch ist der Staat gezwungen, Mittel in bar aufzubringen. Das hat dann eine Expansion der Primärliquidität zur Folge, wenn der Staat sich zusätzlich bei der Zentralbank verschuldet und damit seine Gläubiger abfindet. Ob der Staat sich bei der Zentralbank mit Schatzwechseln oder Kassenkrediten verschuldet, ist gleichgültig.

Einzig wenn der Staat die Mittel zur Barrückzahlung des nicht gezeichneten Anleiheteiles durch Steuermittel aufbringt, d.h. seine anderen Ausgaben einschränkt, um die Staatsschuld zu senken, dehnt sich die Primärliquiditätsmenge nicht aus. Bei einer wachsenden Staatsverschuldung haben die attrition rates nicht die große Bedeutung wie bei einer konstanten Staatsschuld. Trotzdem kann auch hier ein kurzfristiges Kassendefizit auftreten, weil die Ausstattung der Ersatzanleihe zu schlecht war. Dieses Defizit muß überbrückt werden. Meist geschieht das durch eine Liquidisierung der Staatsschuld, indem man verstärkt kurzfristige Titel ausgibt. Das zieht unmittelbar keine Erhöhung der Primärliquiditätsmenge nach sich. Über die dritte Möglichkeit der Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge macht sich diese verstärkte Emission kurzfristiger Titel jedoch bemerkbar.

Wichtig ist noch, daß die attrition rates durch eine kontraktive Geldpolitik erhöht und durch eine expansive verringert werden. Die Wirkungen der attrition rates entwickeln sich also gegenläufig zur Geldpolitik. Diese Wirkung kann jedoch durch den richtigen Einsatz der Zinspolitik erheblich vermindert werden.

2.3. Die Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken und die Sekundärliquiditätsmenge

Im zweiten Teil wurde darauf hingewiesen, daß die Banken die Sekundärliquidität in die Basis ihrer Giralgeldschöpfung einbeziehen. Durch dieses Verhalten wird die Basis der Giralgeldschöpfung erweitert und die Banken können mehr Giralgeld schöpfen. Da Buchgeld zur Primärliquidität zählt, dehnt sich die Primärliquidität aufgrund der Staatspapiere aus. Wesentlich ist bei diesen Überlegungen die Frage, welche Staatspapiere die Banken als so sicher ansehen, daß sie die Papiere in die Basis ihrer Giralgeldschöpfung einbeziehen. Das hängt vom Liquiditätsgrad der Staatspapiere ab, d.h. davon, wie schnell und wie leicht die Staatspapiere in Zentralbankgeld umgetauscht werden können. Aus mehreren Gründen, z.B. Bilanz- und Abrechnungszeitraum, auf die im 6. Kapitel ausführlicher eingegangen wurde, scheint es realistisch zu sein anzunehmen, daß alle Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr in die Basis der Giralgeldschöpfung einbezogen werden.

Dabei müssen jedoch zwei Aspekte beachtet werden. Einmal kann die Bank nicht schon im ersten Vierteljahr fällig werdende Kredite aufgrund der im ganzen Jahr fällig werdenden Staatspapiere geben. Zum anderen verschiebt sich die Planungsperiode kontinuierlich, sodaß die Grenze von einem Jahr als unscharf zu betrachten ist. Wenn sich jedoch der Anteil der Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr stark erhöht, wird auch der Kreditplafond der Geschäftsbanken erheblich steigen. Die Beeinflussung dieser Möglichkeit der Expansion der Primärliquidität ist durch eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit möglich, die den Verjüngungsprozeß der Staatsschuld verlangsamt.

2.4. Die Kurspflege für Staatspapiere

Wenn die Zentralbank die Kurse der Staatspapiere bei Kurseinbrüchen mit eigenen Mitteln stützt, so wird Sekundär- in Primärliquidität umgewandelt. Werden die Kurse der Staatspapiere von der Zentral-

bank mit Hilfe von Mitteln der Regierung stabilisiert, so wird die Primärliquiditätsmenge nicht ausgeweitet. Die Primärliquidität wird nur vom Staat auf die Privaten übertragen. Die drei ersten Möglichkeiten der Ausdehnung der Primärliquidität werden durch die Mittel des Debt Managements nur beeinflußt. Die letzte Möglichkeit der Erweiterung der Primärliquiditätsmenge kann durch den Verzicht auf Kurspflege durch die Zentralbank mit eigenen Mitteln oder durch den Übergang zur Kurspflege mit Mitteln der Regierung völlig ausgeschaltet werden. Der gänzliche Verzicht auf Kurspflege empfiehlt sich jedoch aus den Gründen, die im 7. Kapitel genannt wurden.

3. Die Bedeutung der Staatspapiere für den Geldwert

Alle Staatspapiere, die die Fähigkeit haben, durch diese vier Möglichkeiten die Primärliquidität auszudehnen, wurden als Sekundärliquidität bezeichnet. Die Sekundärliquidität wurde in ein geldtheoretisches System eingeordnet, das im wesentlichen durch folgende Aussagen gekennzeichnet ist.

3.1. Das geldtheoretische Konzept

Bei der Geldpolitik kommt es nicht allein auf die Primärliquiditätsmenge an. Es müssen auch alle Größen berücksichtigt werden, die kurzfristig die Primärliquiditätsmenge ausdehnen können. Die Wirkungen einer Expansion der Primärliquidität auf den Geldwert lassen sich nur in Verbindung mit der Entwicklung der effektiven Nachfrage beurteilen. Die effektive Nachfrage hängt nicht unmittelbar mit der Geldmenge zusammen. Unter der Annahme einer kurzfristigen Konstanz des Güterangebotes entscheidet allein die Entwicklung der effektiven Nachfrage über den Geldwert und nur, wenn die zur Realisierung der effektiven Nachfrage nötige Primärliquidität fehlt, hat die Geldmenge selbst Einfluß auf den Geldwert. Die Geldpolitik muß also darauf hinwirken, daß nur soviel Primärliquidität umläuft, wie notwendig ist, damit die effektive Nachfrage bei gegebenen Preisen die Produktionsmöglichkeiten nicht übersteigt. Gelingt es dann die nachfragewirksame Primärliquidität konstant zu halten, kann eine gewünschte Nachfrage-

steigerung nicht realisiert werden, wenn die Umlaufgeschwindigkeit nicht steigt.

3.2. Die Konstanz der Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge und die zirkulierende und nicht-zirkulierende Geldmenge

Durch die Aufteilung der Primärliquiditätsmenge in eine zirkulierende und eine nicht-zirkulierende Geldmenge war es möglich, einen theoretischen Kunstgriff anzuwenden, der es gestattet, Nachfrageschwankungen bei Konstanz der Primärliquiditätsmenge nicht durch Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit der zirkulierenden Geldmenge, sondern durch Verschiebungen zwischen der zirkulierenden und der nicht-zirkulierenden Geldmenge zu erklären. Die Annahme der Konstanz der Umlaufgeschwindigkeit für die zirkulierende Geldmenge gestattet es, die Größen, durch die die Primärliquiditätsmenge ausgedehnt werden kann, einfach als additive Größen in die Gesamtliquidität aufzunehmen.

3.3. Das Gesamtliquiditätskonzept

Die Gesamtliquidität setzt sich aus verschiedenen Größen zusammen, die im einzelnen im 5. Kapitel untersucht wurden. Die Gesamtliquidität gibt an, bis zu welchem Punkt die Nachfrage maximal ausgedehnt werden kann, wenn alle Größen, die in Primärliquidität umgewandelt werden können, auch tatsächlich umgetauscht werden.

Eine dieser Größen ist die Sekundärliquiditätsmenge. Es wurden nun für die Kapitel 7 und 8 bestimmte Annahme über die Zusammensetzung der Gesamtliquidität gemacht und danach untersucht, wie sich eine Beeinflussung der Sekundärliquiditätsmenge durch das Debt Management auf die Gesamtliquidität auswirkt. Dabei sollten sich die anderen Größen der Gesamtliquidität nur durch eine Variation der Sekundärliquiditätsmenge ändern. Es ergab sich unter der Annahme eines Nachfrageüberhangs, daß jede Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität zur Nachfrageausdehnung führt und damit bei kurzfristiger Konstanz des Güterangebotes zu einer Verringerung des Geldwertes.

3.4. Die Bedeutung der Staatspapiere für den Geldwert

Aus dieser Überlegung war unschwer abzuleiten, daß es Aufgabe des Debt Managements ist, die Menge und Zusammensetzung der Staatspapiere, die zur Sekundärliquiditätsmenge gehören, so zu steuern, daß keine Umwandlung stattfinden kann, oder daß zumindest der Umtausch erschwert und damit vermindert wird. Dies war einerseits durch eine Verringerung der Menge der zur Sekundärliquidität gehörenden Staatspapiere möglich, andererseits durch eine Verschlechterung der Umtauschmöglichkeiten von Sekundär- in Primärliquidität. Die Verschlechterung der Umwandlungsmöglichkeiten geschieht durch eine Veränderung der Zusammensetzung der Sekundärliquiditätsmenge. Der Liquiditätsgrad der Sekundärliquiditätsmenge wird verringert. Da die Sekundärliquiditätsmenge aus Staatspapieren mit unterschiedlichem Liquiditätsgrad besteht, können durch eine Verschiebung von Staatspapieren mit hohem Liquiditätsgrad zu Staatspapieren mit niedrigerem Liquiditätsgrad die Umtauschmöglichkeiten verschlechtert werden, ohne die Menge der Sekundärliquidität zu verändern.

Die strikte Trennung zwischen Wirkungen der Mittel des Debt Managements auf den Umfang der Sekundärliquiditätsmenge und auf die Umtauschmöglichkeiten soll bei der folgenden Zusammensetzung der Ergebnisse des Debt Managements nicht mehr eingehalten werden.

4. Der zielgerichtet Einsatz des Debt Managements

Unter zielgerichtet wurde in der Arbeit verstanden, daß das Debt Management zur Unterstützung der Geldpolitik entweder kontraktiv oder expansiv eingesetzt wird. Der kontraktive oder expansive Einsatz der einzelnen Mittel und die Möglichkeiten der Unterstützung der Geldpolitik sollen noch einmal zusammengefaßt werden.

4.1. Der Zins

Durch eine Zinserhöhung oder Zinssenkung für Staatspapiere kann man sowohl auf die Zinsstruktur einen starken Einfluß ausüben als auch

die Inanspruchnahme der Staatspapiere als Quelle zur Ausdehnung der Primärliquiditätsmenge verringern oder erhöhen. Bei einer Zinserhöhung verringern sich die attrition rates. Der Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität verteuert sich. Allerdings sinkt auch die aus Liquiditätsgründen gehaltene nicht-zirkulierende Geldmenge. Dadurch erhöht sich die zirkulierende Geldmenge. Die drei Effekte überlagern sich so, daß eine Verringerung des Zuwachses der Primärliquiditätsmenge durch Umwandlung von Staatspapieren festzustellen ist. Bei einer Zinssenkung zum Zweck der verstärkten Umwandlung von Sekundär- in Primärliquidität macht sich die ohnehin schon hohe Liquidität in der Depression bemerkbar. Die Zinssätze werden schon so niedrig sein, daß die Zinselastizität sehr gering sein wird. Es ist also kaum anzunehmen, daß die Wirtschaftssubjekte zinstragende Sekundärliquidität in zinslose Primärliquidität umtauschen werden. Daher geht von der Zinssenkung kein stimulierender Effekt auf die Nachfrage aus.

4.2. Laufzeitveränderungen

Bei den Laufzeitveränderungen sind bei einer Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeit expansive, bei einer Erhöhung kontraktive Tendenzen zu bemerken. Entscheidend ist die Veränderung der durchschnittlichen Laufzeit. Die Variation läßt sich dadurch erzielen, daß man die Laufzeit der Ersatzanleihe länger oder kürzer wählt als die Laufzeit der ausgelaufenen Anleihe. Die durchschnittliche Laufzeit in Verbindung mit der Höhe der gesamten Staatsschuld gibt an, wieviel der Schuld innerhalb eines Jahres fällig wird.

Durch eine Vergrößerung der durchschnittlichen Laufzeit verringert sich der Zuwachs der Sekundärliquiditätsmenge infolge des Verjüngungsprozesses. Die Sekundärliquiditätsmenge sinkt. Die stärksten Wirkungen auf die durchschnittliche Laufzeit ergeben sich, wenn man Schatzwechsel in langfristige Anleihen umwandelt. Diese Umschuldungsaktion verringert die Sekundärliquiditätsmenge erheblich. Bei einer Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeit sind die Wirkungen nicht sicher. Es ergibt sich zwar eine Erhöhung der

Sekundärliquiditätsmenge, aber ob diese Erhöhung der Sekundärliquiditätsmenge zu einer Nachfrageausdehnung in der Depression führt, erscheint doch fraglich. Selbst in Verbindung mit einer Zinssenkung, die den Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität verbilligt, bleibt es fraglich, ob sich die Nachfrage ausweitet.

4.3. Die Marktfähigkeit

Die Umwandlung marktfähiger in nicht-marktfähige Staatspapiere oder umgekehrt ist das dritte Instrument des Debt Managements. Dabei sind nicht-marktfähige Staatspapiere mit Verkaufsformalitäten verbunden, die eine leichte und schnelle Eigentumsübertragung unmöglich machen. Es kann auch ein absolutes Verkaufsverbot mit einer bestimmten Art von Staatspapieren verbunden sein. Denkbar sind auch restringierte Staatspapiere, die zwar innerhalb einer bestimmten wirtschaftlichen Gruppe aber nicht außerhalb der Gruppe gehandelt werden dürfen.

Zur Unterstützung einer kontraktiven Geldpolitik werden auslaufende marktfähige Anleihen durch nicht-marktfähige Anleihen ersetzt. Dadurch wird eine schnelle und leichte Umwandlung von Staatspapieren in Primärliquidität verhindert. Die Sekundärliquiditätsmenge sinkt. In der BRD läßt sich das schon dadurch erreichen, daß man den Anteil der Schuldbuchforderungen an der gesamten Staatsschuld erhöht, da die Schuldbuchforderungen schwierig zu übertragen sind. Allerdings würde sich dadurch die Zinsbelastung des Budgets erhöhen, da man für nicht-marktfähige Staatspapiere nur Käufer findet, wenn die Zinsen hoch sind.

Durch den Ersatz auslaufender nicht-marktfähiger Anleihen durch marktfähige Anleihen kann man in Verbindung mit einer Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit zwar die Sekundärliquiditätsmenge ausdehnen, ob das jedoch eine Erhöhung der Nachfrage nach sich zieht, erscheint fraglich.

4.4. Die Gläubigerauswahl

Das Instrument der Gläubigerauswahl besteht darin, daß man die Gläubiger des Staates so auswählt, daß es möglich ist, auf die Liquiditätslage der Volkswirtschaft einzuwirken. Es werden vier Gruppen von Gläubigern unterschieden, Ausland, trend- und konjunktur-bestimmte Gruppe und die Zentralbank. Bei kontraktivem Einsatz gibt es folgende Möglichkeiten.

1. Auslaufende Anleihen, die im Ausland gehalten wurden, werden durch Anleihen ersetzt, die im Inland untergebracht werden. Dadurch verringert sich die Primärliquiditätsmenge.
2. Man ersetzt Anleihen, die die konjunktur-bestimmte Gruppe hält, durch Anleihen bei der trend-bestimmten Gruppe. Der Umtausch von Sekundär- in Primärliquidität wird dadurch vermindert.
3. Anleihen, die bei der Zentralbank aufgenommen wurden, werden durch Anleihen beim Publikum ersetzt. Die Primärliquiditätsmenge verringert sich.

Zur Unterstützung einer expansiven Geldpolitik kann man folgende Maßnahmen ergreifen.

1. Ein Ersatz von auslaufenden Anleihen, die von inländischen Wirtschaftssubjekten gehalten wurden, durch Auslandsanleihen erhöht die inländische Primärliquidität.
2. Durch einen Wechsel von der trend- zur konjunktur-bestimmten Gruppe kann man die Inanspruchnahme der Staatspapiere als Möglichkeit zur Erweiterung der Primärliquiditätsmenge erhöhen.
3. Wenn man bisher von Privaten gehaltene Anleihen durch Anleihen bei der Zentralbank ersetzt, vergrößert sich die Primärliquiditätsmenge.

Diese Maßnahmen versprechen bei kontraktivem Einsatz größeren Erfolg als bei expansivem Einsatz, wie bei der Erörterung der geldpolitischen Effizienz des Debt Managements ausgeführt wurde.

4.5. Die Kurspflege

Die Kurspflege verleiht den Staatspapieren, deren Kurse bei einer Tendenz zum Sinken gestützt werden, nur Sekundärliquiditätscharakter, wenn die Zentralbank mit eigenen Mitteln oder die Konsortialbanken mit Hilfe zusätzlich geschaffenen Geldes die Aktionen zur Kursstützung durchführen, und damit die Primärliquiditätsmenge ausdehnen. Wird jedoch die Kurspflege mit Geldern der Regierung durchgeführt, also mit Steuermitteln, so erhöht sich dadurch die Primärliquiditätsmenge nicht. Allerdings muß dabei auch beachtet werden, daß dem Mittel der Gläubigerauswahl entgegengewirkt wird. Dieses Mittel sollte kontraktiv so eingesetzt werden, daß die Zentralbank oder die zur konjunktur-bestimmten Gruppe gehörenden Geschäftsbanken ihre Bestände an Staatspapieren zugunsten der trend-bestimmten Gruppe abbauen. Wird aber Kurspflege betrieben, so sammeln sich Staatspapiere bei Gruppen an, die ihren Bestand an Staatspapieren in dieser konjunkturellen Situation eigentlich abbauen sollten. Daher ist die Kurspflege mit zusätzlicher Primärliquidität in jedem Falle zu unterlassen. Die Kurspflege mit Steuermitteln kann ohne Ausweitung der Primärliquiditätsmenge vorgenommen werden. Man muß jedoch beachten, daß dann das Mittel der Gläubigerauswahl nur mit geringem Erfolg anwendbar ist.

5. Die Effizienz des Debt Managements

Im 9. Kapitel wurden die Möglichkeiten der Anwendung des Debt Managements diskutiert. Dabei ergab sich, daß folgende Faktoren über die Effizienz des Debt Managements entscheiden. Der Anteil der Staatsschuld am Sozialprodukt und die durchschnittliche Laufzeit der Schuld sind die quantitativ wichtigsten Größen, die die Schuldenverwaltung im Auge behalten muß. In föderativ gegliederten Staaten muß auch noch die Aufteilung der Schuld auf Zentral- und Gliedstaaten, mit meist dezentralisierter Schuldenverwaltung, beachtet werden.

Aus dem letzten Gesichtspunkt wurden Folgerungen darüber abgeleitet, welche institutionellen Veränderungen vorgenommen werden sollten, um dem Debt Management zu einer größeren Wirksamkeit zu verhelfen. Als erstes sollte die Schuldenverwaltung zentralisiert werden. Zum zweiten sollte dem Ziel der Geldwertstabilität der Vorrang gegenüber den fiskalischen Zielen eingeräumt werden. Dies wäre dadurch möglich, daß man die Schuldenverwaltung in die Zentralbank eingliedert.

6. Schlußbemerkung

In der Arbeit wurde gezeigt, daß es durch einen sinnvollen Einsatz der Mittel des Debt Managements möglich ist, die einer hohen Staatsschuld häufig zugeschriebenen negativen Wirkungen stark zu dämpfen. Es wäre natürlich besser, überhaupt keine Staatsschulden aufzunehmen. Da aber nach den heutigen Gegebenheiten die Staatsschuld nicht abgebaut werden kann, scheint es notwendig, durch ein sinnvolles Debt Management die Staatsschuld so zu manipulieren, daß sie die Geldpolitik nicht behindert, sondern daß das Debt Management mit ihr zusammenarbeitet.

Die Mittel des Debt Managements sind durchaus in der Lage, eine Geldpolitik wirkungsvoll zu unterstützen, die sich von der engen Geldmengen- und Zinspolitik löst und sich an der Gesamtliquidität der Volkswirtschaft orientiert. Es ist selbstverständlich, daß das Debt Management allein die Gesamtliquidität nicht nachhaltig beeinflussen kann. Aber zusammen mit den anderen Mitteln der Geldpolitik, die die übrigen Größen der Gesamtliquidität zu kontrollieren vermögen, kann das Debt Management einen wirkungsvollen Beitrag zur Stabilisierung des Geldwertes leisten.

Abkürzungen der Zeitschriften und Lexika

A E R	=	American Economic Review
E J	=	Economic Journal
F A	=	Finanzarchiv
H d F W	=	Handbuch der Finanzwissenschaft
H d S W	=	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
J N St	=	Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
J P E	=	Journal of Political Economy
O E P	=	Oxford Economic Papers
P F	=	Public Finance
Q J E	=	Quarterly Journal of Economics
R E a St	=	Review of Economics and Statistics
S V Z	=	Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
W W A	=	Weltwirtschaftliches Archiv

Literaturverzeichnis

- Ch.C. Abbott, The Federal Debt, Structure and Impact, New York 1953
- Derselbe, Government Debt and Private Investment Policy, R E a St 1949
- Derselbe, The Commercial Banks and the Public Debt, A E R 1947
- Derselbe, Management of the Federal Debt, New York London 1946
- Derselbe, Management of the Federal Debt, Harvard Business Review 1945
- W. Albers, Der Einfluß der Notenbank auf die Geld- und Kreditschöpfung in der Bundesrepublik Deutschland, W W A 1958
- W. Albers, Staatsverschuldung und Geld- und Kreditpolitik, F A 1961
- G.L. Bach, Monetary Fiscal Policy, Debt Policy and the Price Level, A E R 1947
- H. Beck, Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Kommentar, Mainz Düsseldorf 1959
- E. Bloch, Short Cycles in Corporate Demand for Government Securities and Cash, A E R 1963
- H.J. Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959
- W.G. Bowen, The Public Debt: A Burden on Future Generations, A E R 1960
- R.G. Davis,
- D.H. Kopf,
- H. Brochier, L'évolution de la dette publique en France depuis 1945 et ses enseignements en matière de "Debt Management", P F 1961
- L. Brunner, Grenzen der Staatsverschuldung, Zürich 1959
- J.M. Buchanan, Public Principles of Public Debt, Homewood 1958
- F. Buschkau, Staatsfinanzen und Staatskredit, in: Sonderdruck der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Dezember 1962
- A.K. Cairncross, Monetary Policy in a Mixed Economy, Stockholm 1960
- H.C. Carr, The Problem of Bank-Held Government Debt, A E R 1946
- A.G. Chandavarkar, Legal Tender Currency and Public Debt, A E R 1949
- J. Cohen, A Theoretical Frame-work of Treasury Debt Management, A E R 1955
- R. Coleman, Government Bonds and the Balanced Budget, Harvard Business Review 1941

- H.J. Cooke The Role of Debt in Economy, Washington 1961
- J.M. Culbertson, A Positive Debt Management Program, R E a St 1959
- Derselbe, The Term Structure of Interest Rates, Q J E 1957
- E.D. Domar, The Burden of the Debt and National Income, A E R 1944
- G. Eberlein, Kurspflege bei Anleihen, Berlin 1950, Diss.
- K. Falch, Bankenstruktur und Bankenliquidität, Freiburg 1965, Diss.
- C. Föhl, Kredit II, H d S W Bd. 6
- W.J.jr. Frazer, Monetary Analysis and the Post-War Rise in the Velocity of Money in the United States S V Z 1964
- F.C. Fulda, Der Staatskredit. Eine kurze Darstellung desselben in seinen mannichfaltigen Formen älterer und neuerer Zeit insbesondere zum Behufe des angehenden Historikers, Tübingen 1832
- T.C. Gaines, Techniques of Treasury Debt Management, New York 1959
- G. Garvy, Structural Aspects of Money Velocity, Q J E 1959
- M. Gaskin, Liquidity and the Monetary Mechanism, O E P 1960
- L. Gleske, Die Liquidität in der Kreditwirtschaft, Frankfurt 1954
- C. Goedhart, Debt Management in den Niederlanden seit 1945, P F 1961
- H. Haase, Die Lombardpolitik der Zentralnotenbank, Berlin 1962
- K.Fr. Hagenmüller, Der Bankbetrieb, Bd. II, Wiesbaden 1964
- P. Hahn, Das Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Kurzkomentar mit vergleichender Tabelle, Bonn 1957
- H. Haller, Zur Problematik der Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben, F A 1959
- B.C. Hallowell, Debt Management's Contribution to Monetary Policy R E a St 1961
- K.M. Williamson, Comments on the Symposium, R E a St 1949
- A.H. Hansen, Der öffentliche Kredit, Frankfurt 1965
- K.H. Hansmeyer, How to Manage the National Debt, Introduction, R E a St 1949
- S.E. Harris, The National Debt and the New Economics, New York 1947
- Derselbe, Postwar Public Debt, in: Derselbe (ed.), Postwar Economic Problems, New York 1945
- Derselbe, Money, Debt and Economic Activity, New York 1948
- A.G. Hart, Elements of a Plan for the Liquidation of the Public Debt of the United Kingdom, London 1820
- R. Heathfield, Untersuchungen über eine Ablösung einer staatlichen Kreditfinanzierung, F A 1943
- L. Hendus,

- R. Herlt, Bundesanleihen auf dem Kapitalmarkt, Hamburg
Essen Berlin 1959
- H.D. Hessler, Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik,
Köln Opladen 1964
- P.O. Hoechst, Offen-Markt-Politik und Staatskredit, Köln 1959,
Diss.
- J.H. Kareken, Monetary Policy and the Public Debt: An Appraisal
of Post-War Developments in the USA, Kyklos 1957
- D.P. Jacobs, The Marketable Security Portfolios of Non-Financial
Corporations, Investment Practice and Trends,
Journal of Finance 1960
- A.E. Jasay, The Working of the Radcliffe Monetary System,
O E P 1960
- W.A. Jöhr, Das Problem der Schuldentilgung. Ein Kernproblem
der schweizerischen Finanzreform, F A 1949
- W. Kalveram, Bankbetriebslehre, Wiesbaden ³1961
- H. Günther,
- S.J. Katz, Radcliffe-Report: Monetary Policy and Debt Management
Reconciled, Banca Nazionale del Lavoro,
Quarterly Journal Review 1960
- H. Kolms, Finanzwissenschaft IV, Berlin 1964
- E. Küng, Staatsschuldenpolitik, Volkswirtschaftliche Korrespondenz der Adolf Weber Stiftung, Frankfurt
Dezember 1963, Nr. 18
- G. Kurtz, Das Debt Management im Rahmen der Gesamtkonzeption
des Radcliffe-Reports, Freiburg, Diplom-Arbeit Nr. 1058, ungedrucktes Manuskript
- S.P. Leland, Management of the Public Debt After the War,
A E R 1944
- A.P. Lerner, The Burden of the National Debt, in: Income,
Employment, and Public Policy, Essays in Honor of
Alvin Hansen, New York 1948
- Derselbe, Functional Finance and the Public Debt, Social
Research 1943
- H. Leutner, Geldstromtheorie und Liquiditätstheorie, Frankfurt
1962
- M.E. Levy, Cycles in Government Securities, I. Federal Debt
and Its Ownership, New York 1962, II. Determinants
of Changes in Ownership, New York 1965
- F.A. Lutz, Die Nachfrage nach Geld, J N St 1960
- Br. Mariacher, Die Banken als Geldgeber des Staates. Ein Beitrag
zur Frage ungedeckter Staatsausgaben durch Bankkredit unter besonderer Berücksichtigung der Verhältnisse der Schweiz, Zürich 1948
- H. Martell, Zum Problem der Kreditmarktverschuldung der öffentlichen Hand, Konjunkturpolitik 1959

- A. Merz, Die Bedeutung der öffentlichen Verschuldung für die Volkswirtschaft, Bern 1942
- M. Mitnitzky, Some Monetary Aspects of Government Borrowing, A E R 1943
- H.G. Moulton, The New Philosophy of Public Debt, Washington 1943
- H.C. Murphy, Debt Management, in: K.E. Poole, Fiscal Policies and the American Economy, New York 1951
- Derselbe, The National Debt in War and Transition, New York 1950
- R.A. Musgrave, Debt Management and Inflation- How to Manage the National Debt, R E a St 1949
- Derselbe, Credit Controls, Interest Rates and Management of Public Debt, in: Income, Employment, and Public Debt, Essays in Honor of Alvin Hansen, New York 1948
- E. Nevin, Debt Management, A General Report, P F 1961
- Derselbe, British Public Debt Policy, P F 1961
- Derselbe, The Problem of the National Debt, Cardiff 1954
- R.Nöll von der Nahmer, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Bd. I und II, Köln Opladen 1964
- Derselbe, Kredit, öffentlicher, H d S W Bd. 6
- J.J. O'Leary, The Effects of Recent Credit and Debt Management Policies upon Life Insurance Companies Investments, Journal of Finance, May 1952
- D. Orr, Stochastic Reserve Losses and Expansion of Bank Credit, A E R 1961
- W.G. Mellon, S. Preiswerk, Geschichtlicher Überblick über die Theorien der Staatsverschuldung mit besonderer Berücksichtigung volkswirtschaftlicher Zusammenhänge, Basel 1942
- Radcliffe-Committee on the Working of the Monetary System, Report, London rep. 1963
- B.U. Ratchford, Some Aspects of Debt Management in the United States, P F 1955
- Derselbe, The Monetary Effects of Public Debts, Openbare Financien 1949
- Derselbe, The Economics of Public Debts, Openbare Financien 1948, ebenfalls in: P F 1948
- The Report of the Commission on Money and Credit, Money and Credit. Their Influence on Jobs, Prices, and Growth, New York 1963
- H. Rittershausen, Die Zentralnotenbank, Frankfurt 1962
- M.A. Robinson, Federal Debt Management: Civil War, World War I, and World War II, A E R 1954
- R.J. Robinson, Monetary Aspects of National Debt Policy, in: Derselbe (ed.), Public Finance and Full Employment, Washington 1945
- E.R. Rolph, Public Finance, New York 1961
- G.F. Break,

- E.R. Rolph, Debt Management, Some Theoretical Aspects, P F 1961
Derselbe, The Principles of Debt Management, A E R 1957
R.V. Roosa, Integrating Debt Management and Open Market Operations, A E R 1952
S.W. Rousseas, Velocity Changes and the Effectiveness of Monetary Policy 1951 - 1957, R E a St 1960
J. Rucky, Die volkswirtschaftliche Bedeutung einer zunehmenden Staatsverschuldung, St. Gallen 1950
R. Schilcher, Geldfunktionen und Buchgeldschöpfung, Berlin 1958
E. Schmalenbach, Die Aufstellung von Finanzplänen, Leipzig 1940
Derselbe, Kapital, Kredit, Zins, Leipzig 1933
G. Schmölders, Von der Quantitätstheorie zur Liquiditätstheorie des Geldes, Abhandlungen der geistes- und sozialwissenschaftlichen Klasse der Akademie der Wissenschaften und Literatur, Mainz 1960
Derselbe, The Liquidity Theory of Money, Kyklos 1960
Derselbe, Geldpolitik, Tübingen Zürich 1962
H.L. Seltzer, Notes on Managing the Public Debt, R E a St 1949
H.C. Simons, On Debt Policy, J P E 1944
W.L. Smith, Debt Management in the United States, Washington 1960
Derselbe, On the Effectiveness of Monetary Policy, A E R 1956
J.v. Spindler, Die Deutsche Bundesbank, Stuttgart 1957
W. Becker,
O.E. Starke,
B.W. Sprinkel, Growth Rates and Fiscal-Monetary Policies, J P E 1963
A. Sproul, Monetary Management and Credit Control, A E R 1947
B. Stadermann, Offenmarktgeschäfte als Instrumente der Liquiditätspolitik, Frankfurt 1961
H. Stein, Monetary Policy and Public Debt, A E R 1952
H. Timm, Gedanken zur Staatsverschuldung, F A 1943
Derselbe, Anleihen, öffentliche, H d S W, Bd. 1
T.C. Treitel, Monetäre Aspekte einer Staatsschuld, Kiel 1958, Diss.
United Nations, Department of Economic Affairs, Public Debt 1914-46, (ed.) New York 1948
O. Veit, Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt 1948
Derselbe, Liquidität, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Bd. 2, Frankfurt 1957
J. Viner, Problems of Monetary Control, Princeton 1964

- o.V. Der Volkswirt, Bankenliquidität, Aufgewerteter Lombard, 1965, Nr. 3
- H.C. Wallich, Debt Management as an Instrument of Economic Policy, A E R 1946
- Derselbe, Public Debt and Income Flow, in: Public Finance and Full Employment, Postwar Economic Studies Nr.3, Board of Governors of the Federal Reserve System 1945
- H. Weise, Probleme der Geld- und Kreditpolitik im Lichte des Radcliffe-Reports, Tübingen 1964
- Derselbe, Aktuelle Probleme der Geld- und Kreditpolitik aus amerikanischer Sicht. Zum Bericht der Commission on Money and Credit, W W A 1963
- Ch.R. Whittlesey, Principles and Practise of Money and Banking, New York 1954
- J.A. Wickens, The Public Debt and National Income, A E R 1947
- B.J. Willis, The Case against the Maintenance of the Wartime Pattern of Yields on Government Securities, A E R 1947
- W. Withers, The Public Debt, New York 1945
- R. Wolff, Die "Last" der Staatsverschuldung unter besonderer Berücksichtigung der Erfahrungen in den USA, Frankfurt 1955, Diss.
- Th. Woodlief, The Heritage of War Finance, A E R 1947
- D.B. Woodward, The Public Debt and National Income, A E R 1947

Lebenslauf

- Am 5.8.1938 wurde ich, Bernd Hügler, in Karlsruhe als Sohn des Bankkaufmannes Franz Hügler und dessen Ehefrau Anne, geb. Völler, geboren.
- 1945-1949 Besuch der Volksschule in Karlsruhe
- 1949-1958 Besuch des Realgymnasiums in Karlsruhe
- 1958 Abitur,
Beginn des Studiums der techn. Volkswirtschaft
an der Technischen Hochschule Karlsruhe
- 1960 Vordiplom als techn. Volkswirt an der Technischen
Hochschule Karlsruhe
Wechsel an die Universität Freiburg
- 1963 Diplom als Volkswirt an der Universität Freiburg,
Anstellung als wissenschaftlicher Mitarbeiter an
der Universität Freiburg
- 1964 Beginn der Promotion bei Prof.Dr. A. Oberhauser
- 1965 Abschluß der Promotion

